

Title	配当のシグナリング仮説に関する実証研究：藤月会論集第24号
Author(s)	京都大学経済学部藤井ゼミナール論文編集委員会
Citation	藤月会論集 (2015), 24
Issue Date	2015-03
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2433/195993">http://hdl.handle.net/2433/195993</a>
Right	
Type	Research Paper
Textversion	publisher

An Empirical Study on Dividend Signaling Hypothesis  
in Japanese Firms

配当のシグナリング仮説に関する実証研究

藤月会論集第24号

2015年3月

京都大学経済学部  
藤井ゼミナール論文編集委員会  
H. fujii Seminar, Faculty of Economics  
Kyoto University, Japan

## 刊行のことば

第二次安倍内閣の新経済政策いわゆるアベノミクスの効果が、徐々に現れてきたのでしょうか。マクロ経済の包括的な指標とされる日経平均株価は、昨年（2014 年）の初夏に 15,000 円台に乗せたのち、さらなる上昇傾向を見せ、11 月にはリーマン・ショック前の水準である 17,000 円台を回復しました。2 万円台を遥かに超えたかつての水準にはなお及びませんが、デフレからの脱却という政策目標は達成されつつあるように見えます。

そのような株式市場の動向が問題意識を刺激する 1 つの大きな要因となって、ゼミ 3 回生の皆さんが選んだ今年度の共同研究テーマは、「配当のシグナリング仮説の実証分析」でした。企業の配当政策は企業の将来事象とどのような関連性があるのか、それを明らかにするのが研究の課題です。

研究成果は、12 月 3 日に北海道大学で開催された北海道大学経済学部篠田ゼミとの研究交流シンポジウムで発表しました。他大学のゼミとのこうした交流行事は、ゼミ生の皆さんには初めての経験で、学習の貴重な機会になりました。シンポジウムを準備してくださった篠田朝也先生および篠田ゼミの皆さんに、改めてお礼を申し上げます。

12 月 23 日には、年末恒例の徳賀ゼミとの企業分析シンポジウムに臨みました。北海道大学での経験が役立ち、今年のプレゼンは例年にも増してまとまりが良いものになりました。ちなみに、徳賀ゼミとのシンポジウムは、今年度で 11 回目（通算 20 回目）を迎えました。私一人の力では到底続けることの出来なかった取組みです。色々な形で共同研究を支えてくれた TA の張碩さん、陳家斉さん、横山夏子さん、渡邊誠士君に謝意を表します。そして、シンポジウムの開催にご尽力くださった徳賀芳弘先生に、この場をお借りして改めて深く心より御礼を申し上げます。

この小冊子に収録したのは、上記の 2 回にわたるシンポジウムでのディスカッションをふまえて取りまとめた、藤井ゼミ 1 年間の活動成果です。

北海道遠征にあたっては、学部長裁量経費による研究費補助金の交付を受けました。また、この論文集の刊行にあたっては、平成 26 年度京都大学経済学部学生学習研究支援経費の交付を受けました。記して関係各位に謝意を表します。

平成 27 年 2 月 9 日  
京都大学大学院経済学研究科教授  
藤井 秀樹

## ABSTRACT

This paper investigates dividend signaling hypothesis in Japanese firms in manufacturing, trading, and service industries (in 2010-2014). By multiple-regression analysis, we researched the relation between dividend, enterprise value, and net profit in the future. This leads to the following conclusion that :

- (1) In manufacturing and trading industries, the dividend and dividend increase signal net profit increase in the future.
- (2) In service industry, signaling theory isn't supported.
- (3) In all industries that we researched, dividend decrease doesn't work as a signal of net profit in the future.
- (4) Dividend is more strongly relevant to net profit in the next period than to net profit after 2 or 3 periods.

## 要約

本研究は、配当のシグナリング仮説について業種別に検証するものである。石川・太田[2011]を主な先行研究とし、東証の大分類で製造業・商業・サービス業に属する、2010～2014年の3月期決算上場企業を対象とした。重回帰分析を用いて、配当と企業価値・将来利益の関係性を調べた。この分析により、

- (1) 製造業、商業において、配当額と増配がシグナルとして機能していること
- (2) サービス業においては配当のシグナリング仮説が否定されること
- (3) どの業種においても減配はシグナルとして機能していないこと
- (4) 配当と2期・3期先利益の関連性は弱いこと

が明らかになった。

## 目次

刊行のことば

Abstract(要約)

2014 年度共同論文集

序章	2
第 1 章 導入	3
第 2 章 リサーチ・デザイン	4
第 3 章 プラットフォームの分析	7
第 4 章 修正モデルによる分析	
第 1 節 製造業の分析	18
第 2 節 商業の分析	25
第 3 節 サービス業の分析	37
Research Answer	45
参考文献	46
付録	47
終章	56
2014 年度ゼミナール活動の記録	57
TA のお言葉	58
1 年を振り返って	63
編集後記	71

## 序章

近年、アベノミクスの影響で株価が高騰している。また、NISA（小額投資非課税制度）の導入により投資の間口が広がった。「貯蓄から投資へ」の流れは今後ますます拡大することが予想される。このような状況を受け、本年度は配当に焦点を当てた研究を行うことにした。

MMの配当無関連命題（Miller and Modigliani[1961]）は、完全市場において企業の配当政策が株価や企業価値に影響しないことを示しているが、現実の不完全市場ではそうではない。配当は企業価値を決定する重要なファクターであり、投資家が寄せる関心は大きい。

投資家が配当を重視する理由について、「配当のシグナリング仮説」は以下のように説明する。株式市場において、経営者は配当を通じて将来利益に関する見通しを投資家に伝達している。将来の好業績に自信がある場合は増配をし、業績悪化が予想される場合は減配をする。投資家はこのことを経験的に知っているため、配当を重要な情報として認識し、株価が変動する。配当は、経営者と投資家の間に存在する情報の非対称性を緩和する役割を担っている。

日本企業を対象とする研究では、配当のシグナリング仮説を支持するものが多い。奥村[1993]は通常増配についてシグナリング仮説が成立することを確認した。また、石川・太田[2011]は、特別配当の価値関連性と利益予測能力を明らかにし、普通配当や記念配当だけでなく特別配当においてもシグナリング仮説が成立することを示している。

近年、業績連動型の配当策をとる企業が増えてきており、伝統的な安定配当は揺らいでいる。また、外国人投資家の比率も年々増加し、売買シェアは60%を超えた。このような変化を経てなお、日本企業の配当はシグナルとして機能しているのだろうか。

本研究では2009年度以降の日本企業を対象に配当のシグナリング仮説を検証する。また、各業種における配当の意義に着目し、業種別に分析する。第1章ではResearch Question及び研究意義を述べ、第2章で理論モデルの解説をする。第3章では各業種に統一的な手法を用いて分析を行い、その結果をもとに第4章で業種別修正モデルによる検証をする。

## 第1章 導入

### 1-1 Research Question

本研究では、以下の2点について検証する。

Q1：各産業（製造業、商業、サービス業）において、配当のシグナリング仮説は成立しているのか

Q2：配当は2期、3期先の利益と関連があるのか

### 1-2 研究の意義

配当のシグナリング仮説は、配当には情報の非対称性を緩和する働きがあることを示している。この仮説によると、株式市場において経営者は配当を通じて将来利益に関する見通しを投資家に伝達する。経営者は将来の好業績に自信がある場合は増配をし、業績悪化が予想される場合は減配をする。投資家はこのことを経験的に知っているため、配当を重要な情報として認識し、株価が変動する。

日本企業を対象とする研究には、配当のシグナリング仮説を支持するものが多い。奥村[1993]は通常増配について仮説が成立することを確認した。1990年代以降の東証1部上場企業による株主還元策を対象とした上野・馬場[2006]においても、仮説を支持する結果が得られている。また、石川・太田[2011]は特別配当と企業価値・次期利益との関係性を明らかにし、特別配当においても配当のシグナリング仮説が成立することを示している。

本研究では、日本の株式市場を取り巻く環境に急速な変化がみられる近年においても配当のシグナリング仮説が成り立っているのか検証する。石川・太田[2011]を主な先行研究とし、2009年度以降のサンプルを用いて分析を行う。その際、業種別に分析し、業種間で仮説の整合性に違いがみられるのか調べる。日本企業を対象とする配当のシグナリング仮説の研究において、企業特性を考慮したものは存在するが（諏訪部[2006]など）、業種という区分をメインに扱う研究はない。本研究では製造業・商業・サービス業について仮説を検証し、業種間の差異が配当のシグナルとしての機能に影響を及ぼすのか検証する。また、先行研究の分析手法に2期・3期先利益に関するモデルを追加し、配当が次期だけでなく2期・3期先の利益を伝達するシグナルとして機能しているのか調べる。

## 第2章 リサーチ・デザイン

### 2-1 サンプルリング

サンプル抽出要件は、石川・太田[2011]を参考に以下のように設定する。

第一に、東証の大分類で製造業、商業、サービス業に属する企業であること。該当する企業は製造業（食料品 73、繊維製品 41、パルプ・紙 11、化学 131、医薬品 39、石油・石炭製品 11、ゴム製品 11、ガラス・土石製品 33、鉄鋼 32、非鉄金属 24、金属製品 37、機械 124、電気機器 157、輸送用機器 63、精密機器 28、その他製品 50） 865 社、商業(卸売業 147、小売業 170) 317 社、サービス業（サービス業 124） 124 社である。

第二に、2010～2014 年の 3 月期決算上場企業であること(要件 2)。

第三に、前期、当期、次期(予想)の決算が 12 か月であること。(要件 3)

第四に、前期、当期、次期の発行済株式数の変化が±20%内であること。(要件 4)

最後に、以上の条件で抽出したすべての変数の上下 0.5%を外れ値処理する。

### 2-2 分析方法

#### 2-2-1 モデルの構築

石川・太田[2011]のモデルに修正を加えて用いる。先行研究から変更した点は、配当種類の区別をしないことと、2 期・3 期先利益に関するモデルを追加することである。本研究ではサンプルの制約上、普通配当・記念配当・特別配当を個別に扱わず、配当総額を用いることとした。また、先行研究では配当と次期利益との関係を検証しているが、本研究では 2 期・3 期先利益に関するモデルを追加し、より遠い将来の利益と配当の関係性も明らかにする。

分析の流れとしては、まず配当と時価総額の関係に着目する。時価総額は当年 6 月末の株価に当期末発行済株式総数を乗じて算定する。シグナリング仮説によると、投資家が配当に反応し将来利益への期待を変えた結果、株価が変動する。よって、配当と時価総額の間には有意な関係が認められるはずである。

次に配当と次期利益の関係を見る。シグナリング仮説の成立基盤である、「増配（減配）企業がその後実際に好業績（悪業績）を達成していること」を検証する。

最後に 2 期・3 期先利益と配当の関係を調べ、配当の情報内容について追加的な分析をする。

#### 2-2-2 回帰モデル

すべてのモデルは年度ダミーを含んでいる。

また、企業規模の影響を受けるすべての変数は前期時価総額でデフレートする。



### 2-2-2-1 配当と時価総額のモデル

企業の配当 $d_t$ と時価総額 $MVE_t$ の関係は次の回帰モデルで推定される。

$$MVE_t = a_0 + a_1 b_t + a_2 x_t + a_3 d_t + a_7 E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}] + a_8 D_{t+1}^+ + a_9 D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

$MVE_t$ : 時価総額 (= 当年 6 月末株価 \* 当期末発行済株式総数)

$b_t$ : 純資産簿価

$x_t$ : 純利益

$d_t$ : 配当総額

$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$ : 次期利益変化予想

$D_{t+1}^+ (D_{t+1}^-)$ : 次期増配 (減配) 予想ダミー

次期利益変化予想  $E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$  は、次期利益の経営者予想から当期純利益を差し引いたものである。

また、次期増配 (減配) 予想ダミー  $D_{t+1}^+ (D_{t+1}^-)$  は、次期増配 (減配) なら 1、そうでなければ 0 が与えられる。

さらに、以下のモデルを用いて配当の変化量と時価総額の関係を検証する。

$$MVE_t = a_0 + a_1 b_t + a_2 x_t + a_4 d_{t-1} + a_5 \Delta d_t^+ + a_6 \Delta d_t^- + a_7 E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}] + a_8 D_{t+1}^+ + a_9 D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

### 2-2-2-2 配当と次期利益のモデル

企業の配当 $d_t$ と次期利益 $x_{t+1}$ の関係は次の回帰モデルで推定される。

$$x_{t+1} = c_0 + c_1 x_t + c_3 x_{t-1} + c_4 d_t + c_7 D_{t+1}^+ + c_8 D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

また、以下のモデルで次期利益変化量と配当の変化量の関係について検証する。

$$\Delta x_{t+1} = c_0 + c_2 \Delta x_t + c_3 x_{t-1} + c_5 \Delta d_t^+ + c_6 \Delta d_t^- + c_7 D_{t+1}^+ + c_8 D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

### 2-2-2-3 配当と2期・3期先利益のモデル

企業の配当 $d_t$ と2期先利益 $x_{t+2}$ の関係は次の回帰モデルで推定される。

$$x_{t+2} = c_0 + c_1x_t + c_3x_{t-1} + c_4d_t + c_7D_{t+1}^+ + c_8D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

また、以下のモデルで2期先利益変化量と配当の変化量の関係について検証する。

$$\begin{aligned}\Delta x_{t+2} = c_0 + c_2\Delta x_t + c_3x_{t-1} + c_5\Delta d_t^+ + c_6\Delta d_t^- + c_7D_{t+1}^+ \\ + c_8D_{t+1}^- + \varepsilon_t\end{aligned}$$

3期先利益と配当の関係についても、同様に以下の2通りのモデルで検証する。

$$x_{t+3} = c_0 + c_1x_t + c_3x_{t-1} + c_4d_t + c_7D_{t+1}^+ + c_8D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

$$\begin{aligned}\Delta x_{t+3} = c_0 + c_2\Delta x_t + c_3x_{t-1} + c_5\Delta d_t^+ + c_6\Delta d_t^- + c_7D_{t+1}^+ \\ + c_8D_{t+1}^- + \varepsilon_t\end{aligned}$$

### 第3章 プラットフォームの分析

#### 3-1 サンプルングの状況

最終的なサンプル数は以下の通りである。なお、次期利益と2期・3期先利益に関しては、分析に必要なデータの都合上それぞれ2~4年度分のみ扱うこととなる。以下の表の要件2~4は2-1で述べたサンプル抽出要件である。

【表3-1-1 三業種合同サンプル数】

		2013年度	2012年度	2011年度	2010年度	2009年度	計
	サンプル数	1305	1305	1305	1305	1305	6525
	要件2	917	923	945	941	937	4663
	要件3	905	908	929	924	919	4585
	要件4	762	755	787	622	734	3660
外れ値処理後	時価総額	708	697	738	570	684	3397
	次期利益		706	746	604	689	2745
	2期先利益			745	604	687	2036
	3期先利益				600	684	1284

【表3-1-2 製造業サンプル数】

		2013年度	2012年度	2011年度	2010年度	2009年度	計
	サンプル数	864	865	865	865	865	4324
	要件2	710	712	712	711	709	3554
	要件3	698	697	706	689	699	3489
	要件4	482	578	587	490	520	2657
外れ値処理後	時価総額	472	574	582	489	519	2636
	次期利益		575	571	489	502	2137
	2期先利益			524	432	489	1445
	3期先利益				456	489	945

【表3-1-3 商業サンプル数】

		2013年度	2012年度	2011年度	2010年度	2009年度	計
	サンプル数	317	317	317	317	317	1585
	要件2	172	172	172	170	170	856
	要件3	171	169	167	169	167	843
	要件4	149	148	153	137	146	733
外れ値処理後	時価総額	139	138	143	127	137	684
	次期利益		140	145	127	136	548
	2期先利益			146	126	135	407
	3期先利益				128	136	264

【表 3－1－4 サービス業サンプル数】

		2013年度	2012年度	2011年度	2010年度	2009年度	計
	サンプル数	124	124	124	124	124	620
	要件2	64	65	65	63	63	320
	要件3	64	64	64	59	57	308
	要件4	42	39	46	42	44	213
外れ値処理後	時価総額	33	30	40	33	35	171
	次期利益		31	41	33	38	143
	2期先利益			40	34	36	110
	3期先利益				34	36	70

### 3-2 実証結果

実証結果は以下のとおりである。なお、記述統計と相関係数表は末に記載する。

#### 3-2-1 三業種合同

配当のシグナリング仮説が成立していれば、配当額( $d_t$ )、増配( $\Delta d_t^+$ ) はプラス有意、減配( $\Delta d_t^-$ ) はマイナス有意になると予想できる。

【表 3-2-1-1 プラットフォーム 三業種合同の実証結果】

プラットフォーム	時価総額 と配当	時価総額 と増減配		次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配
C	0.834 *** (32.141)	0.841 *** (32.547)	C	0.033 *** (4.864)	0.039 *** (5.193)
$b_t$	0.030 *** (3.614)	0.029 *** (3.479)	$x_t$	0.379 *** (10.811)	
$x_t$	2.169 *** (13.367)	1.999 *** (12.360)	$\Delta x_t$		-0.194 *** (-3.736)
$d_t$	0.488 (0.848)		$x_{t-1}$	-0.002 (-0.051)	-0.268 *** (-5.286)
$d_{t-1}$		0.239 (0.437)	$d_t$	0.953 *** (5.191)	
$\Delta d_t^+$		8.255 *** (5.813)	$\Delta d_t^+$		-0.480 (-1.010)
$\Delta d_t^-$		0.236 (0.173)	$\Delta d_t^-$		3.031 *** (4.548)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	1.837 *** (9.527)	1.751 *** (9.228)	$D_{t+1}^+$	0.025 *** (7.646)	0.018 *** (4.926)
$D_{t+1}^+$	0.083 *** (7.439)	0.074 *** (6.767)	$D_{t+1}^-$	-0.018 *** (-2.885)	-0.024 *** (-3.759)
$D_{t+1}^-$	0.010 (0.686)	-0.013 (-0.848)			
Adjusted R-squared	0.364	0.374	Adjusted R-squared	0.252	0.141
Obs.	3397	3397	Obs	2745	2745

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

プラットフォーム	2期先利益と配当	2期先利益変化と増減配	3期先利益と配当	3期先利益変化と増減配
C	0.041 *** (4.233)	0.015 * (1.757)	0.066 *** (4.967)	0.021 (32.390)
$x_t$	0.192 *** (4.714)		0.109 ** (2.577)	
$\Delta x_t$		-0.078 ** (-2.450)		-0.025 (-1.048)
$x_{t-1}$	0.023 (0.493)	-0.054 (-1.234)	-0.016 (-0.335)	-0.048 (-1.034)
$d_t$	1.338 *** (5.476)		1.395 *** (4.507)	
$\Delta d_t^+$		-1.118 ** (-2.076)		0.178 (0.359)
$\Delta d_t^-$		0.313 (0.626)		-0.205 (-0.389)
$D_{t+1}^+$	0.016 *** (3.635)	-0.010 ** (-2.340)	0.008 (1.377)	-0.008 (-1.629)
$D_{t+1}^-$	0.005 (0.693)	0.023 *** (2.812)	-0.006 (-0.621)	-0.008 (-1.082)
Adjusted R-squared	0.147	0.041	0.104	0.008
Obs	2036	2036	1284	1284

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

時価総額と増配、将来利益と配当額の間に有意な関係が見られた。市場が増配に反応し時価総額が変動することや、配当額が将来利益に関する情報を伝達していることが示唆された。一方、減配に関しては仮説と整合的な結果が得られなかった。

### 3-2-2 製造業

まず、配当と時価総額の関係について検証する。配当のシグナリング仮説によれば、増配 ( $\Delta d_t^+$ ) はプラス有意、減配 ( $\Delta d_t^-$ ) はマイナス有意になると予想できる。

【表 3-2-2-1 プラットフォーム 製造業の実証結果】

プラットフォーム	時価総額 と配当	時価総額 と増減配		次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配
C	0.813 (43.122)	0.826 (37.098)	C	0.051 (12.852)	0.054 (10.418)
$b_t$	0.067 (5.793)	0.069 (5.803)	$x_t$	0.399 (9.497)	
$x_t$	0.830 (9.182)	0.781 (9.158)	$\Delta x_t$		-0.609 (-14.412)
$d_t$	1.428 ** (2.469)		$x_{t-1}$	-0.037 (-1.535)	-0.640 (-14.535)
$d_{t-1}$		-0.333 (-0.510)	$d_t$	0.158 (1.016)	
$\Delta d_t^+$		11.988 *** (4.834)	$\Delta d_t^+$		1.285 ** (2.234)
$\Delta d_t^-$		0.030 (0.038)	$\Delta d_t^-$		-0.128 (-0.473)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$			$D_{t+1}^+$	0.025 (6.346)	0.024 (6.060)
$D_{t+1}^+$	0.121 (8.115)	0.112 (7.260)	$D_{t+1}^-$	-0.004 (-0.690)	-0.006 (-0.995)
$D_{t+1}^-$	0.004 (0.228)	-0.018 (-0.970)			
Adjusted R-squared	0.264	0.276	Adjusted R-squared	0.201	0.360
Obs.	2636	2636	Obs.	2137	21237

上段は係数。下段( )内はt値。\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準。

プラットフォーム	2期先利益と配当	2期先利益変化と増減配	3期先利益と配当	3期先利益変化と増減配
C	0.055 (12.815)	-0.005 (-0.734)	0.061 (12.689)	-74662.310 (-0.994)
$b_t$	0.078 (2.118)		0.096 (2.546)	
$x_t$		-0.321 (-6.413)		-429344.600 (-0.982)
$d_t$	0.029 (1.103)	-0.236 (-4.812)	0.021 (0.877)	-727488.100 (-0.993)
$d_{t-1}$	0.162 (0.802)		0.219 (0.869)	
$\Delta d_t^+$		-2.287 (-1.558)		1028081.000 (0.989)
$\Delta d_t^-$		0.598 (1.987)		-155494.800 (-0.440)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	-0.001 (-0.192)		0.000 (0.017)	147238.300 (0.996)
$D_{t+1}^+$	-0.020 (-2.155)		0.013 (1.679)	207241.800 (0.997)
$D_{t+1}^-$				
Adjusted R-squared	0.021	0.075	0.156	-0.005
Obs.	1445	1445	945	945

上段は係数。下段( )内はt値。\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準。

時価総額に関するレプリケーションの結果については、配当総額が5%、増配総額が1%でプラス有意になった。(表3-2-2-1) これは、増配によって時価総額が上昇していることを意味するので、シグナリング仮説と整合的な結果であるといえる。減配については、有意な結果が得られなかった。

次期利益と配当総額、次期利益変化と減配総額については有意な結果を得られなかった。次期利益変化と増配総額については、5%プラス有意になった。(表3-2-2-1) 増配については、時価総額、次期利益変化ともにプラス有意になるので、シグナリング仮説が成立しているといえる。逆に、減配については、時価総額、次期利益変化ともに有意な結果を得られなかった。したがって減配についてはシグナリング仮説が成立せず、増配と減配は対称的な関係ではないと考えられる。



次に、配当のシグナルとしての効果がより長期的なものであるかどうかを調べるために、配当と 2 期先、3 期先の利益との関係で実証する。

配当と 2 期先、3 期先との関係では、配当総額、増配総額、減配総額すべてにおいて有意な結果を得られなかった。(表 3-2-2-1) 配当と次期利益の関係では増配総額がプラス有意になっていたので、配当のシグナルとしての効果は、次期利益のような短期的なものに対してのものであると考えられる。(もしくは、2、3 期先よりもさらに長期的なものという場合も考えられる)

### 3-2-3 商業

シグナリング仮説が成立していれば、配当額( $d_t$ )、増配( $\Delta d_t^+$ )はプラス有意、減配( $\Delta d_t^-$ )はマイナス有意になると予想できる。

【表3-2-3-1 プラットフォーム 商業の実証結果】

プラットフォーム	時価総額 と配当	時価総額 と増減配		次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配
C	0.830 *** (31.264)	0.847 *** (31.828)	C	0.028 *** (2.860)	0.044 *** (5.376)
$b_t$	-0.009 (-0.647)	-0.008 (-0.591)	$x_t$	0.550 *** (7.891)	
$x_t$	2.023 *** (7.814)	1.868 *** (-7.153)	$\Delta x_t$		-0.413 *** (-5.484)
$d_t$	-0.168 (-0.190)		$x_{t-1}$	0.040 (0.802)	-0.347 *** (-5.072)
$d_{t-1}$		-0.397 (-0.469)	$d_t$	1.006 *** (3.440)	
$\Delta d_t^+$		6.745 *** (3.376)	$\Delta d_t^+$		1.362 (1.645)
$\Delta d_t^-$		-2.865 (-1.613)	$\Delta d_t^-$		1.287 (1.613)
$E_t[\Delta x_{t+1}^-]$	1.731 *** (5.926)	1.759 *** (6.004)	$D_{t+1}^+$	0.019 *** (3.316)	0.011 * (1.990)
$D_{t+1}^+$	0.024 (1.210)	0.023 (1.145)	$D_{t+1}^-$	-0.009 (-1.161)	-0.008 (-1.036)
$D_{t+1}^-$	0.049 (1.516)	0.022 (0.698)			
Adjusted R-squared	0.299	0.314	Adjusted R-squared	0.375	0.198
Obs.	684	684	Obs.	548	548

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

プラットフォーム	2期先利益と配当	2期先利益変化と増減配	3期先利益と配当	3期先利益変化と増減配
C	0.053 *** (4.727)	0.026 *** (4.042)	0.045 *** (3.668)	-0.004 (-0.439)
$x_t$	0.322 *** (3.509)		0.271 ** (2.563)	
$\Delta x_t$		-0.142 ** (-2.108)		0.029 (0.365)
$x_{t-1}$	0.077 (1.361)	-0.130 * (-1.830)	0.020 (0.290)	-0.038 (-0.469)
$d_t$	1.310 *** (2.993)		1.765 *** (3.384)	
$\Delta d_t^+$		-0.103 (-0.101)		-0.560 (-0.747)
$\Delta d_t^-$		0.496 (0.580)		1.535 (1.295)
$D_{t+1}^+$	0.013 * (1.712)	-0.006 (-0.935)	0.013 (1.226)	-0.002 (-0.324)
$D_{t+1}^-$	-0.011 (-0.910)	0.008 (0.551)	-0.010 (-0.612)	0.010 (1.001)
Adjusted R-squared	0.200	0.047	0.156	0.042
Obs.	407	407	264	264

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

時価総額(を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )は有意な結果を得られなかった。増配( $\Delta d_t^+$ )は1%有意となった。減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、増配は時価総額に対して追加的説明力を持つが、減配は持たないと考えられる。

次期利益を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )は1%有意となった。増配( $\Delta d_t^+$ )、減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額は次期利益に対して追加的説明力を持つと考えられる。

このことから、商業においてシグナリング仮説は部分的に当てはまると考えられる。増配は時価総額にプラスの説明力があるが、次期利益の増加の予測能力は弱い。減配はシグナリング仮説が当てはまらない。

### 3-2-4 サービス業

シグナリング仮説が成立していれば、増配 ( $\Delta d_t^+$ ) はプラス有意、減配 ( $\Delta d_t^-$ ) はマイナス有意になると予想できる。

【表 3-2-4-1 プラットフォーム サービス業の実証結果】

プラットフォーム	時価総額 と配当	時価総額 と増減配		次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配
C	0.807 (12.532)	0.802 (12.735)	C	0.019 (0.901)	-0.003 (-0.209)
$b_t$	-0.079 ** (-2.175)	-0.079 ** (-2.231)	$x_t$	0.780 *** (2.894)	
$x_t$	3.182 *** (5.780)	3.015 *** (5.161)	$\Delta x_t$		-0.211 (-1.090)
$d_t$	-2.262 (-0.745)		$x_{t-1}$	0.143 (0.913)	-0.162 (-1.019)
$d_{t-1}$		-1.930 (-0.646)	$d_t$	-0.854 (-0.682)	
$\Delta d_t^+$		2.539 (0.377)	$\Delta d_t^+$		1.631 * (1.715)
$\Delta d_t^-$		7.038 (1.477)	$\Delta d_t^-$		4.845 ** (2.016)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	3.629 *** (4.335)	3.438 *** (3.961)	$D_{t+1}^+$	0.011 (1.316)	0.008 (0.927)
$D_{t+1}^+$	0.155 *** (3.241)	0.150 *** (3.370)	$D_{t+1}^-$	0.017 (1.517)	0.001 (0.073)
$D_{t+1}^-$	0.016 (0.232)	-0.005 (-0.061)			
Adjusted R-squared	0.433	0.427	Adjusted R-squared	0.285	0.050
Obs.	171	171	Obs.	143	143

上段は係数、下段()内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

プラットフォーム	2期先利益と配当	2期先利益変化と増減配	3期先利益と配当	3期先利益変化と増減配
C	0.006 (0.224)	-0.013 (-0.657)	0.025 (0.862)	0.015 (0.816)
$x_t$	0.515 ** (2.138)		0.484 (1.275)	
$\Delta x_t$		0.179 (0.474)		0.038 (0.210)
$x_{t-1}$	0.512 (1.604)	0.413 (1.244)	0.315 (0.873)	0.031 (0.212)
$d_t$	-0.008 (-0.008)		0.407 (0.374)	
$\Delta d_t^+$		-0.394 (-0.263)		0.610 (0.355)
$\Delta d_t^-$		0.671 (0.265)		1.900 (1.362)
$D_{t+1}^+$	0.025 (1.442)	0.021 (1.537)	0.049 ** (2.124)	0.020 (0.867)
$D_{t+1}^-$	0.020 (1.164)	0.028 (1.162)	0.032 (1.386)	0.011 (0.702)
Adjusted R-squared	0.288	0.053	0.100	-0.052
Obs.	110	110	70	70

上段は係数、下段()内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

時価総額に関するプラットフォームの結果においては、配当額、増配、減配すべてにおいて有意な結果は得られなかった。また配当と利益の関係においても、配当のシグナリング仮説に沿う結果は、増配が次期利益に 10%水準でプラスに有意であるという結果のみであった(表1-1-1)。以上をまとめると、配当のシグナリング仮説を支持する結果はほとんど得られず、サービス業において配当が将来業績のシグナルとして働いているという事実は確認されなかった。また、増配が次期利益にプラス有意であるのに対し、2期先利益、3期先利益には有意に相関していないことを考えると、配当が将来業績のシグナルを含んでいるにしても、短期的な将来業績のシグナルである可能性が高い。

## 第4章 修正モデルによる分析

### 第1節 製造業の分析

田中大貴 栄留豊 枝廣尚之  
清水貴大 喜田優花 田中広志 本間智丈

#### 4-1-1 切断回帰モデル

プラットフォームの結果から、時価総額と増配総額、次期利益変化と増配総額はプラス有意な関係にあり、したがって増配についてはシグナリング仮説が成立するということがわかった。逆に、減配総額に関しては、有意な結果はほとんど得られなかった。ここで、サンプルの中の減益や赤字の割合を調べると、表4-1-1-1、4-1-1-2のようになることが分かった。減益のサンプルは全体の36.4%、赤字のサンプルは全体の12.6%となっており、プラットフォームの実証結果は黒字や増益のサンプルの影響が大きく、赤字や減益にサンプル群では異なった特徴が見られるのではないかと考えた。そこで、利益と配当の回帰式について、サンプルを従属変数が0より小さい場合、つまり、次期に減益した場合( $\Delta x_{t+1} < 0$ )や次期に損失を計上した場合( $x_{t+1} < 0$ )にすると、減配と次期利益変化がどのような相関関係になるか検証をした。この検証では、最小二乗法の代わりに、切断回帰モデルを用いた。切断回帰モデルとは、従属変数に上限や下限を設けて回帰分析するモデルである。

検証結果は下の表のとおりである。配当総額、増配総額、減配総額のいずれも有意な結果を得られなかった。(表4-1-1-3)なお、従属変数がプラスのみ( $x_{t+1} > 0, \Delta x_{t+1} > 0$ )の場合、配当総額、増配総額がプラス有意となり、ここでも増配についてはシグナリング仮説と整合的な結果が得られた。

【表4-1-1-1 減益のサンプルの割合】

	2013	2012	2011	2010	2009	計
増益	490	414	325	465	447	2141
減益	188	266	346	202	224	1226
	-27.70%	-39.10%	-51.60%	-30.30%	-33.40%	-36.40%
計	678	680	671	667	671	3367

【表４－１－１－２ 赤字のサンプルの割合】

	2013	2012	2011	2010	2009	計
黒字	634	600	601	595	491	2921
赤字	37	75	73	70	167	422
	-5.50%	-11.10%	-10.80%	-10.50%	-25.40%	-12.60%
計	671	675	674	665	658	3343

【表４－１－１－３ 次期利益と配当】

切断回帰 モデル	次期利益 と配当	次期利変 化と増減配
C	1.561	16.512
	(1.346)	(2.798)
$x_t$	1.963	
	(1.636)	
$\Delta x_t$		-24.587
		(-2.818)
$x_{t-1}$	0.809	-13.030
	(1.077)	(-1.356)
$d_t$	-4.458	
	(-0.481)	
$\Delta d_t^+$		6.493
		(0.062)
$\Delta d_t^-$		169.866
		(1.264)
$D_{t+1}^+$	0.429	7.145
	(1.041)	(2.029)
$D_{t+1}^-$	-0.049	-2.471
	(-0.224)	(-1.731)
Obs.	1830	1830

上段は係数。下段内( )はz値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準。

#### 4-1-2 デフレーターの変更

次に、プラットフォームの実証結果の堅牢性を確認するために、規模の調整に用いるデフレーターを変更して実証する。プラットフォームでは、デフレーターとして前期の時価総額を用いていたが、それを当期末の発行済み株式総数に変更する。デフレーターを発行済み株式総数にした場合、時価総額と配当の回帰式において、従属変数を株価（V）にする必要がある。なぜなら時価総額＝株価×発行済み株式総数としているからである。

デフレーターを変更した場合、株価と配当総額、増配総額が 1%プラス有意になり、シグナリング仮説と整合的な結果が得られた。（表 4-1-2-1）減配については有意な結果が得られなかった。プラットフォームの配当と時価総額の結果も、配当総額と増配総額がプラス有意で減配は有意な結果が得られなかったので、デフレーターを変更しても結果は変わらず、堅牢性が確保されているといえる。

次期利益と配当の検証結果では、配当総額が 1%、増配総額が 5%プラス有意であった。（表 4-1-2-1）これもプラットフォームと同様の結果で、シグナリング仮説と整合的である。しかし、減配総額については、予想とは真逆の 1%プラス有意という結果になった。予想に反して、これまでに次期以降の利益変化と減配総額はマイナス有意な結果を得られず、むしろ予想と逆のプラス有意な結果しか得られなかった。

2 期先、3 期先利益と配当の関係では、3 期先利益と配当総額が 10%プラス有意という結果が得られた。（表 4-1-2-1）3 期先利益変化と減配総額がマイナス有意になったものの、Adjusted R-squared（補正済み決定係数）がマイナスであるため、有効ではない。よって、2 期先、3 期先の利益と配当の実証結果についても、プラットフォームと同様の結果が得られた。



【表 4－1－2－1 デフレーターの変更結果】

発行済み 株式総数	時価総額 と配当	時価総額 と増減配		次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配
C	-2.300 (-0.097)	-18.158 (-0.718)	C	15.501 (5.534)	16.911 (5.646)
$b_t$	0.318 (9.751)	0.313 (9.643)	$x_t$	0.677 (13.112)	
$x_t$	6.575 (11.647)	6.432 (11.591)	$\Delta x_t$		-0.227 (-4.766)
$d_t$	12.197 *** (6.428)		$x_{t-1}$	-0.019 (-0.547)	-0.187 (-5.664)
$d_{t-1}$		11.942 (6.257)	$d_t$	0.694 *** (4.891)	
$\Delta d_t^+$		22.701 *** (4.322)	$\Delta d_t^+$		1.275 ** (2.273)
$\Delta d_t^-$		2.348 (0.480)	$\Delta d_t^-$		2.742 *** (3.685)
$E_t[\Delta x_{t+1}^-]$	5.830 (8.646)	5.617 (8.482)	$D_{t+1}^+$	22.565 (8.647)	18.421 (7.089)
$D_{t+1}^+$	118.199 (5.383)	100.697 (4.567)	$D_{t+1}^-$	-4.513 (-1.360)	-7.532 (-2.169)
$D_{t+1}^-$	45.324 (1.629)	15.935 (0.552)			
Adjusted R-squared	0.786	0.789	Adjusted R-squared	0.597	0.148
Obs.	2637	2637	Obs.	2076	2076

上段は係数。下段内( )はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準。

発行済み 株式総数	2期先利 益と配当	2期先利 益変化と 増減配	3期先利 益と配当	3期先利益変 化と増減配
C	73.625 (4.169)	-30.029 (-2.791)	60.226 (6.308)	35.540 (4.324)
$b_t$	0.336 (1.095)		0.059 (0.314)	
$x_t$		-0.028 (-0.269)		-0.043 (-0.658)
$d_t$		-0.051 (-0.473)	-0.016 (-0.160)	-0.066 (-1.584)
$d_{t-1}$	0.099 (0.105)		0.859 * (1.666)	
$\Delta d_t^+$		1.423 (1.524)		-0.114 (-0.131)
$\Delta d_t^-$		0.723 (0.621)		-1.314 (-1.822)
$E_t[\Delta x_{t+1}^{\sim}]$	11.128 (0.419)	-17.563 (-1.067)	3.295 (0.262)	-12.293 (-1.320)
$D_{t+1}^+$	7.637 (0.238)	7.868 (0.524)	14.030 (0.577)	4.780 (0.346)
$D_{t+1}^-$				
Adjusted R-squared	0.006	0.027	0.006	-0.003
Obs.	1410	1410	842	842

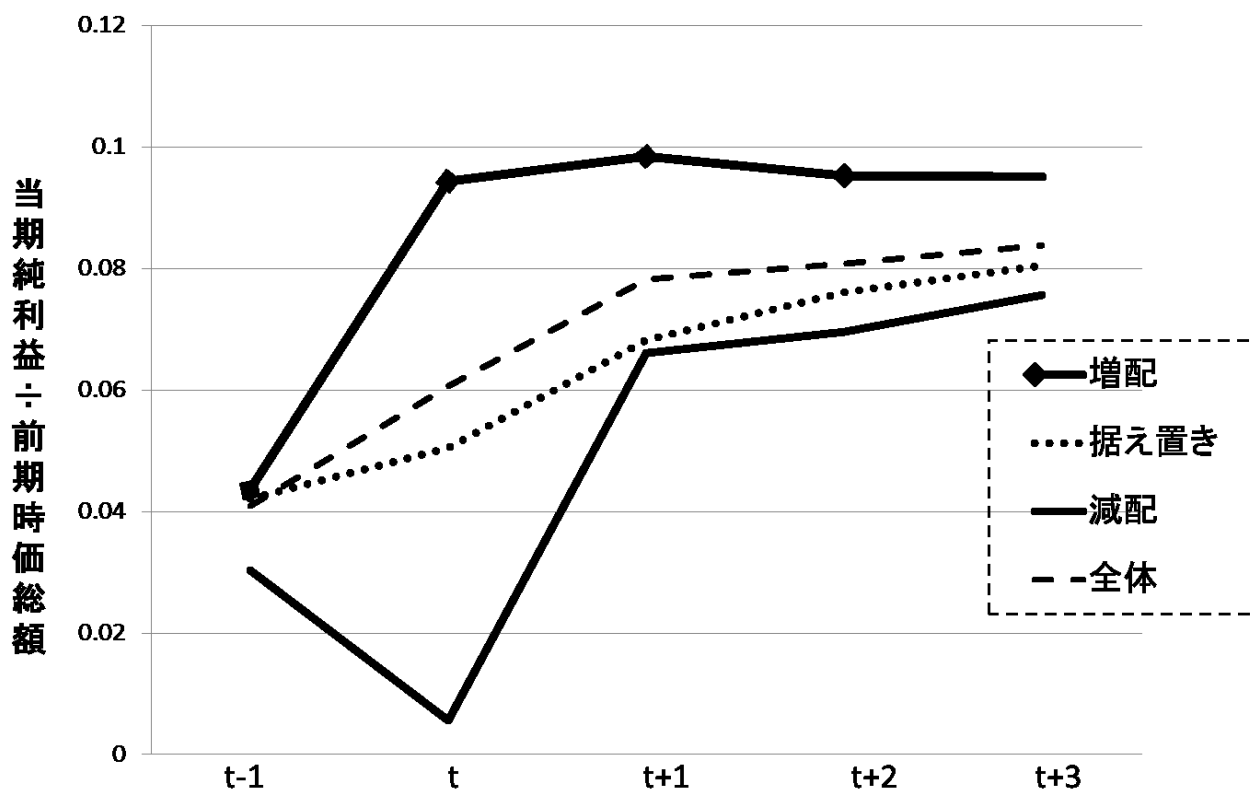
上段は係数。下段内( )はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準。

#### 4-1-3 減配と利益についての検証

最後に、 $t$  期に増配したサンプル群、減配したサンプル群、配当据え置きサンプル群でその前後の期間における利益の平均値を調べた。 $t$  期に減配したサンプル群に着目すると、 $t-1$  期から  $t$  期にかけて減益している。(図 4-1) また、 $t$  期から  $t+1$  期にかけては増益している。このことから、減配には一時的な減益の反映や次期以降の投資のためにキャッシュを企業内に留める意図などがあると考えられる。

なお、減配のサンプルについて分散分析によって平均値の差の検定を行った。帰無仮説を「 $t-1$  期から  $t+3$  期に差異はない」とすると、 $F$  値は 1% 棄却域にあり、帰無仮説は棄却された。よって減配のサンプル群の各期には差異があることが確認された。

【図 4-1-3-1 利益の平均値の推移】



#### 4-1-4 まとめ

増配総額に関しては、時価総額（株価）や次期利益とプラス有意であった。これは、シグナリング仮説と整合的な結果であり、増配についてはこの仮説が成立しているといえる。2期先、3期先については、配当総額が一部有意になったものの、増配は有意な結果が得られなかった。したがって、配当のシグナルとしての効果は、1期先という短期的なものに現れるということになる。

減配については、プラットフォーム、切断回帰モデル、デフレーターの変更を使って検証したものの、マイナス有意な結果が得られなかった。減配と利益の検証において、減配は当期の減益が反映されているものであると考えられた。減配によってキャッシュを企業内に蓄え、次期以降の投資に備えるというライフサイクル仮説など補助仮説の検証が必要である。

## 第2節 商業の分析

菅野裕紀 松倉実穂 鈴木智也  
竹内悠 寺田洋介 抽冬珠侑

プラットフォームの結果から配当増加・配当減少と将来利益変化について有意な結果は得られなかった。そこで、増配・減配と将来利益変化に注目した追加分析を行っていく。

### 4-2-1 ROEの大小で分類

これまでの結果において、配当額と異なり増減配に対する有意な結果は少なかった。この原因の1つとして、企業の業績の良悪が考慮されていないことが考えられる。以下では、業績を考慮した分析を行う。

業績を考慮するため、ROEが平均値より上位のグループと下位のグループに分類し、回帰分析を行った。下位グループは上位グループに比べて増配の意外性が強いいため、増配のシグナリング効果がより大きいと考えられる。対照的に、上位グループは下位グループに比べて減配のシグナリング効果がより大きいと考えられる。

【図4-2-1-1：ROEの大小分類のサンプル数】

サンプル数	時価総額	次期利益	2期先利益	3期先利益
上位グループ	327	253	193	138
下位グループ	357	295	214	126

【表 4 - 2 - 1 - 2 : ROE の大小分類の結果】

ROE分類	時価総額と増減配			次期利益変化と増減配	
	上位 グループ	下位 グループ		上位 グループ	下位 グループ
C	0.818 *** (16.045)	0.849 *** (27.150)	C	0.024 (1.576)	0.047 *** (4.476)
$b_t$	-0.056 (-1.370)	0.004 (0.219)	$x_t$		
$x_t$	2.588 *** (4.235)	1.414 *** (4.961)	$\Delta x_t$	-0.192 (-1.170)	-0.607 *** (-6.373)
$d_t$			$x_{t-1}$	-0.083 (-0.649)	-0.564 *** (-5.746)
$d_{t-1}$	0.016 (0.013)	-0.297 (-0.270)	$d_t$		
$\Delta d_t^+$	8.563 *** (2.990)	3.449 (1.418)	$\Delta d_t^+$	1.577 (1.175)	0.554 (0.482)
$\Delta d_t^-$	-7.951 *** (-2.602)	-2.204 (-1.193)	$\Delta d_t^-$	0.819 (1.188)	0.980 (1.071)
$E_t[\Delta x_{t+1}^-]$	2.048 *** (3.670)	1.238 *** (4.112)	$D_{t+1}^+$	0.009 (1.368)	0.016 (1.562)
$D_{t+1}^+$	0.018 (0.675)	0.041 (1.437)	$D_{t+1}^-$	-0.013 (-1.158)	-0.006 (-0.591)
$D_{t+1}^-$	0.034 (0.737)	0.004 (0.084)			
Adjusted R-squared	0.277	0.262	Adjusted R-squared	0.054	0.259
Obs.	327	355	Obs.	253	293

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

ROE分類	2期先利益変化と増減配		3期先利益変化と増減配	
	上位 グループ	下位 グループ	上位 グループ	下位 グループ
C	0.016 * (1.741)	0.032 *** (3.866)	-0.021 (-1.506)	0.006 (0.575)
$x_t$				
$\Delta x_t$	-0.192 ** (-2.463)	-0.064 (-0.612)	0.047 (0.309)	0.045 (0.423)
$x_{t-1}$	-0.093 (-1.084)	-0.081 (-0.704)	0.099 (0.653)	-0.056 (-0.492)
$d_t$				
$\Delta d_t^+$	0.835 (0.929)	-0.653 (-0.336)	-0.308 (-0.244)	-0.767 (-1.108)
$\Delta d_t^-$	2.002 (1.222)	0.504 (0.520)	-0.704 (-0.766)	1.457 (1.059)
$D_{t+1}^+$	0.005 (0.601)	-0.020 * (-1.811)	-0.007 (-0.690)	0.001 (0.102)
$D_{t+1}^-$	0.001 (0.108)	0.021 (0.692)	0.009 (0.673)	0.005 (0.509)
Adjusted R-squared	0.071	0.012	0.081	0.014
Obs.	193	212	138	126

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

時価総額を被説明変数とした場合、上位グループの増配( $\Delta d_t^+$ )、減配( $\Delta d_t^-$ )は1%有意となった。そのほかで、増減配に関する有意な結果は得られなかった。

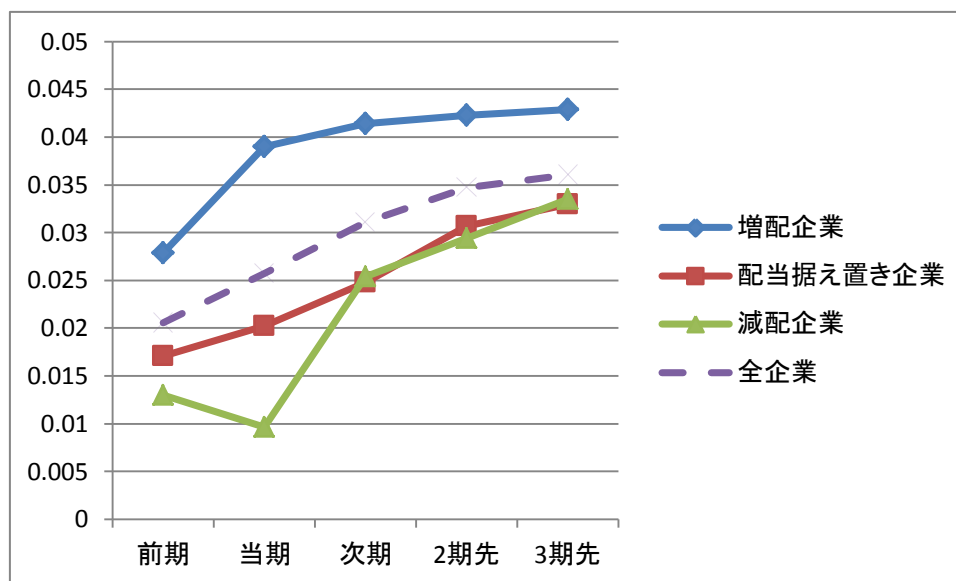
また、ROAについても同様の分析を行ったが、ROEの場合と大きな違いはなかった。

したがって、業績を考慮しても、増減配のシグナリング効果について追加的には示せないとわかった。

#### 4-2-2 増減配と利益についての分析

以上のことより、増減配が将来利益増減のシグナルと考え難い。増減配は将来利益増減ではなく、将来利益額と関係が大きいと考えられる。そこで、増減配と将来利益額に着目して分析を行う。

【図4-2-2-1：利益／総資産の推移】



増配企業サンプルは将来利益額が他サンプルより大きくなっているように見える。このことを平均値の差の検定によって確かめる。増配企業、配当据え置き企業、減配企業の3種類に分類し、将来利益額についての平均値の差の検定を行う。



【表 4－2－2－2 平均値の差の検定の結果】

次期利益について	増配企業	配当据え置き企業	減配企業
増配企業			
配当据え置き企業	-4.583***		
減配企業	-3.325***	-0.082	
2期先利益について	増配企業	配当据え置き企業	減配企業
増配企業			
配当据え置き企業	-2.357**		
減配企業	-1.899*	-0.178	
3期先利益について	増配企業	配当据え置き企業	減配企業
増配企業			
配当据え置き企業	-2.153**		
減配企業	-1.925*	0.010	
***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。			

表 4－2－2－2 から、増配企業はほかの企業に比べて将来利益が大きいとわかる。よって、増配は将来利益変化よりも将来利益額との関係性が大きいと考えられる。そこで、増減配と将来利益額についての分析を行う。

2－2－2－2 の企業の配当 $d_t$ と次期利益 $x_{t+1}$ に関する次の回帰モデルを改良する。

$$x_{t+1} = c_0 + c_1x_t + c_3x_{t-1} + c_4d_t + c_7D_{t+1}^+ + c_8D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

$d_t = d_{t-1} + \Delta d_t^+ + \Delta d_t^-$  より、以下の回帰モデルを導出する。被説明変数を利益、説明変数に増配、減配の変数を含んだ重回帰分析を行う。

$$x_{t+1} = c_0 + c_1x_t + c_3x_{t-1} + c_9d_{t-1} + c_5\Delta d_t^+ + c_6\Delta d_t^- + c_7D_{t+1}^+ + c_8D_{t+1}^- + \varepsilon_t$$

2 期先利益の場合は被説明変数を $x_{t+2}$ にする。

3 期先利益の場合は被説明変数を $x_{t+3}$ にする。

【表 4－2－2－3 改良モデルの結果】

改良モデル	次期変化 と増減配	2期先利 益変化と 増減配	3期先利 益変化と 増減配
C	0.024 ** (2.414)	0.051 *** (4.642)	0.039 *** (3.282)
$x_t$	0.554 *** (7.661)	0.319 *** (3.269)	0.308 *** (2.663)
$\Delta x_t$			
$x_{t-1}$	0.040 (0.784)	0.083 (1.465)	0.022 (0.313)
$d_{t-1}$	0.999 *** (3.472)	1.240 *** (2.951)	1.715 *** (3.322)
$\Delta d_t^+$	1.935 ** (2.418)	2.140 * (1.842)	2.300 (1.520)
$\Delta d_t^-$	0.470 (0.537)	-0.422 (-0.437)	0.275 (0.222)
$D_{t+1}^+$	0.015 *** (2.651)	0.010 (1.354)	0.006 (0.596)
$D_{t+1}^-$	-0.010 (-1.395)	-0.013 (-1.046)	-0.011 (-0.641)
Adjusted R-squared	0.383	0.201	0.162
Obs.	548	407	264

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

次期利益を被説明変数とした場合、増配( $\Delta d_t^+$ )は 5%有意となった。2 期先利益を被説明変数とした場合、増配( $\Delta d_t^+$ )は 10%有意となった。3 期先利益を被説明変数とした場合、増配( $\Delta d_t^+$ )は有意な結果を得られなかった。減配( $\Delta d_t^-$ )は全て有意な結果を得られなかった。

このことから、増配は将来利益増加のシグナルではなく、将来利益が高水準であるというシグナルであると考えられる。一方で減配は有意な結果を得られず、将来利益についてのシグナルにはなっていない。

#### **4－2－3 デフレーターの変更**

プラットフォームでの結果の堅牢性を確かめるために、デフレーターの変更を行う。プラットフォームと同じような結果であれば、堅牢性が高いと判断でき、結果の信頼性が高まる。

##### **4－2－3－1 発行済み株式総数でデフレート**

デフレーターを前期時価総額から発行済み株式総数へ変更する。これにより、被説明変数は、時価総額から株価となる。また、将来利益は1株当たり将来利益となる。

【図4-2-3-1-1：発行済株式総数デフレートの結果】

発行済株式総数デフレート	株価と配当	株価と増減配		次期利益と配当	次期利変化と増減配
C	295.689 *** (3.215)	213.534 *** (3.998)	C	15.378 *** (2.953)	19.487 *** (4.112)
$b_t$	-0.130 (-1.132)	0.002 (0.031)	$x_t$	0.795 *** (7.577)	
$x_t$	2.180 * (1.799)	3.516 *** (5.028)	$\Delta x_t$		-0.115 (-1.294)
$d_t$	31.682 *** (3.759)		$x_{t-1}$	-0.038 (-0.405)	-0.134 ** (-2.069)
$d_{t-1}$		18.652 *** (5.383)	$d_t$	0.603 ** (2.539)	
$\Delta d_t^+$		59.317 *** (3.167)	$\Delta d_t^+$		-0.244 (-0.660)
$\Delta d_t^-$		4.457 (0.429)	$\Delta d_t^-$		1.454 (1.542)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	-0.462 (-0.173)	2.320 * (1.717)	$D_{t+1}^+$	17.367 *** (3.697)	17.616 *** (3.447)
$D_{t+1}^+$	172.585 *** (2.893)	59.571 (1.008)	$D_{t+1}^-$	-4.494 (-0.738)	1.462 (0.234)
$D_{t+1}^-$	-79.776 (-0.742)	-229.880 ** (-2.129)			
Adjusted R-squared	0.988	0.989	Adjusted R-squared	0.758	0.109
Obs.	696	696	Obs.	556	556

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

発行済株 式総数デ フレート	2期先利 益と配当	2期先利 益変化と 増減配	3期先利 益と配当	3期先利 益変化と 増減配
C	11.059 (1.408)	19.487 *** (4.112)	23.769 *** (3.704)	-2.713 (-0.501)
$x_t$	0.572 *** (4.705)		0.235 ** (2.337)	
$\Delta x_t$		-0.115 (-1.294)		-0.173 (-1.158)
$x_{t-1}$	0.160 (1.434)	-0.134 ** (-2.069)	0.223 *** (2.668)	-0.083 (-1.363)
$d_t$	1.803 *** (3.275)		1.568 *** (4.005)	
$\Delta d_t^+$		-0.244 (-0.660)		0.430 (0.859)
$\Delta d_t^-$		1.454 (1.542)		0.520 (0.489)
$D_{t+1}^+$	13.010 * (1.868)	17.616 *** (3.447)	23.074 *** (2.744)	10.849 (1.519)
$D_{t+1}^-$	-13.701 (-1.357)	1.462 (0.234)	3.893 (0.285)	11.144 (1.062)
Adjusted R-squared	0.758	0.842	0.536	0.089
Obs.	421	421	275	275

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

株価を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )、増配( $\Delta d_t^+$ )は 1%有意となった。減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額、増配は株価に対して追加的説明力を持つが、減配は持たないと考えられる。

次期利益を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )は 5%有意となった。増配( $\Delta d_t^+$ )、減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額は次期利益に対して追加的説明力を持つと考えられる。

2 期先利益、3 期先利益を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )は 1%有意となった。増配( $\Delta d_t^+$ )、減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額は 2 期先利益、3 期先利益に対して追加的説明力を持つと考えられる。

#### 4-2-3-2 総資産でデフレート

デフレーターを前期時価総額から総資産に変更する。

【図4-2-3-2-1：総資産デフレートの結果】

総資産デ フレート	時価総額 と配当	時価総額 と増減配		次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配
C	-0.031	-0.018 ***	C	0.007 ***	0.010 ***
	-1.130	-0.655		(3.240)	(4.590)
$b_t$	0.162 *	0.207 ***	$x_t$	0.585 ***	
	1.726	2.741		(10.512)	
$x_t$	6.470 ***	5.415 ***	$\Delta x_t$		-0.361 ***
	7.992	7.628			(-4.780)
$d_t$	18.446 ***		$x_{t-1}$	0.066	-0.251 ***
	4.890			(0.850)	(-3.960)
$d_{t-1}$		15.416 ***	$d_t$	0.711 ***	
		5.468		(3.273)	
$\Delta d_t^+$		57.700 ***	$\Delta d_t^+$		0.787
		4.644			(1.323)
$\Delta d_t^-$		-3.179	$\Delta d_t^-$		1.471
		-0.455			(1.328)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	8.367 ***	7.561 **	$D_{t+1}^+$	0.008 ***	0.007 ***
	7.491	7.363		(4.620)	(3.644)
$D_{t+1}^+$	0.010	-0.010	$D_{t+1}^-$	0.000	0.001
	0.531	-0.514		(-0.157)	(0.202)
$D_{t+1}^-$	-0.020	-0.079 **			
	-0.683	-2.253			
Adjusted R-squared	0.587	0.621	Adjusted R-squared	0.595	0.200
Obs.	698	698	Obs.	560	560

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

総資産デ フレート	2期先利 益と配当	2期先利 益変化と 増減配	3期先利 益と配当	3期先利 益変化と 増減配
C	0.014 *** (5.906)	0.010 *** (4.586)	0.017 *** (5.514)	-0.002 (-0.873)
$x_t$	0.339 *** (2.819)		0.222 * (1.912)	
$\Delta x_t$		-0.232 ** (-2.482)		-0.003 (-0.063)
$x_{t-1}$	0.116 (1.223)	-0.130 ** (-2.087)	0.119 (1.069)	0.010 (0.184)
$d_t$	1.231 *** (3.342)		1.357 *** (3.455)	
$\Delta d_t^+$		1.178 * (1.895)		-0.059 (-0.079)
$\Delta d_t^-$		-0.193 (-0.249)		0.380 (0.530)
$D_{t+1}^+$	0.006 ** (2.529)	-0.002 (-1.062)	0.006 * (1.794)	0.003 (1.458)
$D_{t+1}^-$	-0.001 (-0.319)	-0.001 (-0.398)	0.000 (-0.061)	0.005 (1.423)
Adjusted R-squared	0.408	0.024	0.268	0.013
Obs.	416	416	268	268

上段は係数、下段( )内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

時価総額を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )、増配( $\Delta d_t^+$ )は1%有意となった。減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額、増配は時価総額に対して追加的説明力を持つが、減配は持たないと考えられる。

次期利益を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )は1%有意となった。増配( $\Delta d_t^+$ )、減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額は次期利益に対して追加的説明力を持つと考えられる。

2期先利益を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )は1%有意、増配( $\Delta d_t^+$ )は10%有意となった。減配( $\Delta d_t^-$ )は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額、増配は2期先利益に対して追加的説明力を持つと考えられる。

3期先利益を被説明変数とした場合、配当額( $d_t$ )は1%有意となった。増配( $\Delta d_t^+$ )、減配( $\Delta d_t^-$ )

は有意な結果を得られなかった。したがって、配当額は 3 期先利益に対して追加的説明力を持つと考えられる。

デフレーターの変更によって、配当額に時価総額(株価)の追加的説明力を持つという結果が得られた。また、増配に 2 期先利益変化の予測能力があるという結果が得られた。

これら以外に、プラットフォームの結果との大きな違いはなく、プラットフォームの結果の信頼性が高まった。

#### 4-2-4 まとめ

配当額について、時価総額、将来利益と有意に関連している。増配について、時価総額と有意に関連しているが、将来利益増加との関連性は少ない。また、増配は将来利益が高いというシグナルであると考えられる。減配について、シグナリング仮説と整合する結果は得られなかった。配当と 2 期先、3 期先利益との関連性は次期利益に比べて小さい。

配当額、増配はシグナリング仮説が当てはまると考えられる。ただ、増配は将来利益高水準というシグナルである。減配については、シグナリング仮説とは別の要因が働いている可能性がある。当期の利益の減少が原因で減配をただけの可能性もある



### 第3節 サービス業の分析

森田遥平 浅川修平 澤田耕希  
亀井勇樹 木下和樹 藤井真理

#### 4-3-1 追加分析

プラットフォームにおけるサービス業の結果からは、シグナリング仮説を支持する結果はほとんど得られなかった。そこでシグナリング仮説に影響を与えうる他の要因を考え、追加分析を行った。

##### 4-3-1-1 次期増減配予想

決算短信には経営者の次期配当予想額が記載されている。その経営者の次期配当予想額から当期配当額を差し引き、その符号によって次期増配予想ダミー、次期減配ダミーを作ったことはプラットフォームでも述べたが、ここでは前期の次期増減配予想のうち実際に当期に実施されている割合を調べてみた。すると、他2業種が40パーセントほどであるのに対し、サービス業においては増配予想の実施率が、100パーセントに近いことが分かった(表4-3-1-1-1)。そこで、サービス業では増配の実施そのものより増配予想が将来業績の強いシグナルとなっている可能性があると考えた。

【表4-3-1-1-1 次期増減配予想実施率】

	減配	増配	据え置き	計
減配予想	12(66%)	5	1	18
増配予想	1	53(96%)	1	55
据え置き予想	4	26	76(72%)	106

##### 4-3-1-2 研究開発費

次に着目したのが将来業績の不確実性である。そもそも配当のシグナリング仮説とは、経営者が配当を将来業績のシグナルとして発している、ということを前提とするものである。しかし、将来業績の不確実性が大きい企業と小さい企業とでは営者の将来業績に対する見通しの正確さが違ってくるため、配当のシグナルの強弱や市場の反応も変化すると考えた。

ここで、将来業績の不確実性をもたらす要因の一つとして研究開発費を取り上げ、将来業績の不確実性が配当のシグナリング仮説に影響を与えうるかを検証するために、サンプルを研究開発を行っている企業と行っていない企業に分けた。ちなみに、サービス業にお

いて研究開発を行っている企業はサンプルのうち 37 パーセントで研究開発を行っていない企業は 63 パーセントであった。

以上の 2 つの考察から、サンプルを研究開発を行う企業と行わない企業に分け、次期増配予想にも着目し追加分析を行った。ただし、追加分析においてサンプルを分割するために 3 期先の利益との関係についてはサンプル数不十分で行っていない。

#### 4-3-1-3 仮説

ここで、以上の考察に基づき、研究開発を行う企業と行わない企業それぞれで追加分析における仮説を立てる。

##### 4-3-1-3-1 研究開発を行う企業

研究開発を行う企業は将来業績の不確実性が大きい。そのため、研究開発を行わない企業に比べて正確に将来業績を予想できるとは限らず、配当にこめられる将来業績の情報は少ない。そして、市場はそのことを知っており配当や次期増配予想には反応しないため時価総額は相関しない。

##### 4-3-1-3-2 研究開発を行わない企業

研究開発を行わない企業は将来業績の不確実性が小さく、ある程度正確に将来業績を予想できるので、情報の非対称性の軽減を目指し、配当または次期増配予想に将来業績の情報が多く含まれるため比較的強いシグナルとなっている。そして、市場もそのシグナルに信憑性があることを知っているため時価総額は相関する。

#### 4-3-1-4 実証結果

##### 4-3-1-4-1 研究開発を行う企業

次期増配予想ダミー( $D_{t+1}^+$ )は時価総額にプラス有意であるが、次期利益、2 期先の利益との有意な関係は見られない(表 1-2-4-2-1)。この結果は立てた仮説とは不整合である。つまり、企業が研究開発をするため経営者は将来利益を把握できていない。しかし、市場はそのことを知らず、増配予想を将来の好業績へのシグナルと捉えてしまうため時価総額と相関する、と考えられる。

【表 4－3－1－4－1－1 追加分析(研究開発を行う企業) 実証結果】

研究開発 を行う企 業	時価総額 と配当	時価総額 と増減配
C	0.808 (10.669)	0.803 (10.102)
$b_t$	-0.029 (-1.153)	-0.025 (-0.913)
$x_t$	2.401 ** (2.217)	2.242 ** (2.027)
$d_t$	-1.822 (-0.475)	
$d_{t-1}$		-1.834 (-0.475)
$\Delta d_t^+$		5.441 (0.687)
$\Delta d_t^-$		8.509 (0.442)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	1.424 (1.617)	1.378 (1.575)
$D_{t+1}^+$	0.102 ** (2.336)	0.097 ** (2.174)
$D_{t+1}^-$	-0.058 (-0.488)	-0.085 (-0.641)
Adjusted R-squared	0.556	0.546
Obs.	64	64

研究開発 を行う企 業	次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配	2期先利 益と配当	2期先利 益変化と 増減配
C	-0.020 (-0.668)	-0.025 (-0.895)	-0.037 (-0.509)	0.003 (0.089)
$x_t$	1.134 *** (3.685)		0.937 *** (4.495)	
$\Delta x_t$		0.100 (0.381)		-0.299 (-1.044)
$x_{t-1}$	0.076 (0.620)	0.219 (0.646)	0.005 (0.024)	-0.222 (-0.647)
$d_t$	-0.049 (-0.043)		0.865 (0.414)	
$\Delta d_t^+$		1.630 (0.748)		-0.045 (-0.026)
$\Delta d_t^-$		5.702 (1.471)		5.706 (1.362)
$D_{t+1}^+$	0.000 (-0.009)	-0.001 (-0.061)	0.009 (0.316)	0.006 (0.371)
$D_{t+1}^-$	0.003 (0.146)	0.003 (0.148)	0.014 (0.319)	0.044 (1.119)
Adjusted R-squared	0.483	0.027	0.266	0.109
Obs.	52	52	39	39

上段は係数、下段()内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

#### 4-3-1-4-2 研究開発を行わない企業

次期増配予想ダミー( $D_{t+1}^+$ )は時価総額にプラス有意であり、かつ次期利益水準にもプラス有意であった(表1-2-4-1-1)。この実証結果は立てた仮説に整合してる。つまり、企業が研究開発をしないため経営者は次期の利益をある程度正確に把握している。その利益水準のシグナルとして次期増配予想を出し情報の非対称性を解消しようとしている。市場はそれを知っており時価総額は次期増配予想に相関する。

【表 4－3－1－4－2－1 追加分析(研究開発を行わない企業) 実証結果】

研究開発 を行わな い企業	時価総額 と配当	時価総額 と増減配
C	0.799 (8.554)	0.790 (8.796)
$b_t$	-0.129 * (-1.931)	-0.131 ** (-1.983)
$x_t$	3.878 *** (5.996)	3.793 *** (5.289)
$d_t$	-1.899 (-0.470)	
$d_{t-1}$		-1.377 (-0.349)
$\Delta d_t^+$		-0.738 (-0.078)
$\Delta d_t^-$		3.528 (0.539)
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	4.663 *** (4.362)	4.546 *** (3.916)
$D_{t+1}^+$	0.163 ** (2.127)	0.164 ** (2.361)
$D_{t+1}^-$	0.020 (0.219)	0.016 (0.154)
Adjusted R-squared	0.412	0.399
Obs.	107	107

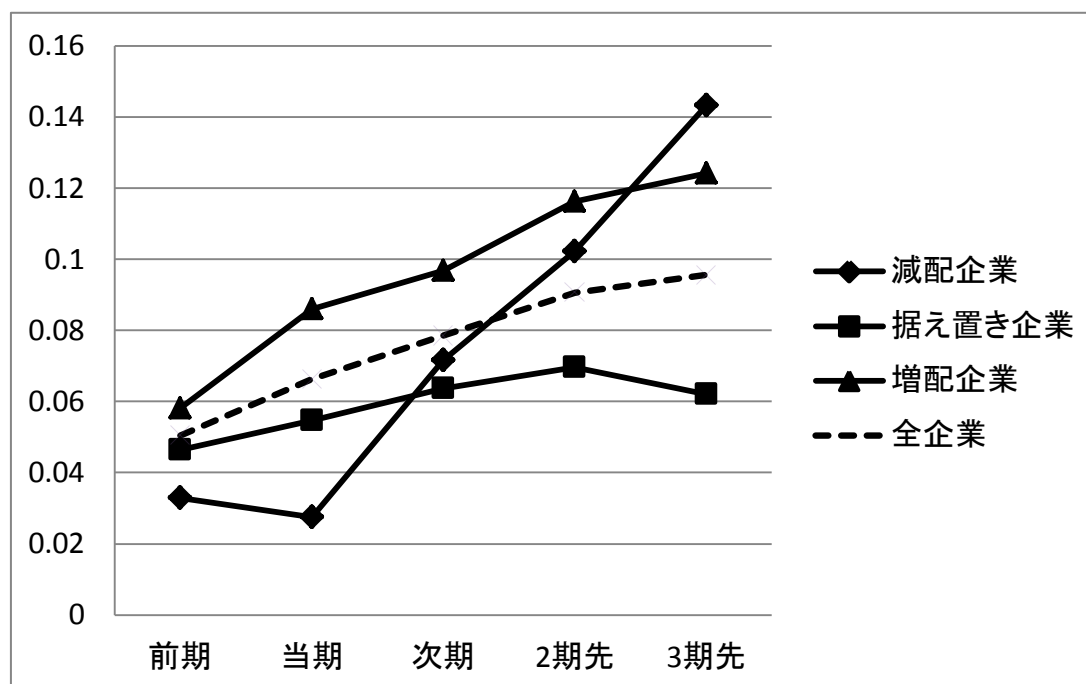
研究開発 を行わない 企業	次期利益 と配当	次期利変 化と増減 配	2期先利 益と配当	2期先利 益変化と 増減配
C	0.038 (1.261)	0.000 (-0.020)	0.020 (1.005)	-0.009 (-0.456)
$x_t$	0.647 ** (2.291)		0.451 * (1.739)	
$\Delta x_t$		-0.318 (-1.427)		0.375 (0.813)
$x_{t-1}$	0.206 (0.942)	-0.275 * (-1.776)	0.681 * (1.804)	0.629 * (1.680)
$d_t$	-1.681 (-1.054)		-0.629 (-0.609)	
$\Delta d_t^+$		1.316 (1.123)		0.096 (0.048)
$\Delta d_t^-$		4.596 * (1.824)		0.848 (0.278)
$D_{t+1}^+$	0.022 * (1.816)	0.019 (1.518)	0.031 (1.413)	0.018 (1.004)
$D_{t+1}^-$	0.026 (1.552)	0.009 (0.628)	0.033 * (1.842)	0.014 (0.526)
Adjusted R-squared	0.261	0.044	0.325	0.106
Obs.	91	91	71	71

上段は係数、下段()内はt値。係数の\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意。

#### 4-3-2 減配に関する考察

ここまでの追加分析の結果からは、将来業績の不確実性が小さければ次期増配予想は将来業績のシグナルとなる可能性が指摘された。しかし、減配においては、減配予想を含め、将来業績のシグナルとなっているという結果は得られなかった。そこで、減配と利益の関係を見るために以下の図4-3-2-1から考察を加える。

【図 4－3－2－1 利益／前期時価総額の推移】



サンプルを当期増配企業、当期減配企業、当期据え置き企業に分け、それぞれに関して利益を前期時価総額で割った値の平均値をとって推移を調べた。当期減配企業に着目すると、減配後の次期、2期先、3期先にかけて利益平均は上昇している。また、前期から当期にかけての利益平均の推移はわずかに減少していることも見て取れる。これらのことから、減配は投資へのキャッシュを貯める目的か、または一時的な減益の反映であると考察される。

#### 4－3－3 まとめ

サービス業では配当のシグナリング仮説は成立していない。そこで、研究開発費で将来業績の不確実性をコントロールし次期増配予想にも着目し追加分析を行った結果、次期増配予想が将来業績のシグナルとなることが確認された。しかし、サービス業における研究全体を通じて減配は次期減配予想を含めても将来利益のシグナルとなっていることは確認されなかった。そして、減配と利益の推移をグラフで見ると、経営者は配当のシグナリング仮説で説明されるようなインセンティブによって減配を決定しているわけではないと考えられる。

以上のことから、増配と減配は対称的なものではなく、増配とは異なるインセンティブによって減配が行われていると考えられる。たとえばライフサイクル仮説などが考えられ

るがこの検証は今後の課題である。

また、今回のサービス業における研究ではサンプル数が少なく、将来業績の不確実性を研究開発の有無のみでコントロールしている。これらは今回の研究の限界であり、今後はより多くのサンプル数を確保し確実性を高めるとともに研究の幅を広げること、また広告宣伝費など将来業績の不確実性をもたらす他の要因のコントロールする分析も必要であろう。



## Research Answer

Q1：各産業（製造業、商業、サービス業）において、配当のシグナリング仮説は成立しているのか

A1：

商業と製造業においては、配当額・増配は時価総額や次期利益と有意に関係している。よって、この二業種において配当額と増配はシグナルとして機能していると考えられる。特に配当額に関して仮説と整合的な結果が出やすく、配当異動よりも配当額を市場が評価している可能性が示唆された。一方で、サービス業においては配当と時価総額や次期利益の関連は認められず、シグナリング仮説が否定された。

また、減配に関してはどの業種でもシグナリング仮説と整合的な結果が得られなかった。配当のシグナリング仮説において、増配と減配は対称な存在ではないことが判明した。減配後に企業価値や将来利益が増加する理由については、以下のようなことが考えられる。

1. 次期の投資に必要なキャッシュをため込むために減配しているから。  
減配により企業内に残したキャッシュを用いて新規投資を行った結果として、利益が増加している。
2. 減配は当期減益を反映しているから。  
花枝・芹田[2008]など多くの先行研究で指摘されているように、日本企業の経営者は減配を回避する傾向が強い。そのため、将来利益予想の段階ではなく当期利益の悪化が避けられなくなってから減配を決定する。

Q2:配当は2期・3期先の利益と関連があるのか

A2:

商業と製造業では一部に関連が見られたが、次期利益と配当の関係性よりも弱い。配当は近い将来の利益情報をより強く反映している。このことから、以下の2通りの可能性が考えられる。

1. 経営者は短期的な予利益予想をもとに配当を決定している。
2. 経営者は配当を決定する時点で2期・3期先利益を正確に予想できない。

## 参考文献

- 石川博行[2007]『配当政策の実証分析』中央経済社。
- 石川博行[2008]「配当政策のコラボレーション効果に関する実証研究」『會計』174.3 : 340-353 頁。
- 石川博行・太田裕貴[2011]「特別配当の価値関連性と利益予測能力」『會計』180.5 : 681-693 頁。
- 石川博行[2014]「配当政策が株価に与える影響: 実証研究の成果をもとに」(特集 安定配当の是非を問う: 再考 日本企業の配当政策)『企業会計』66.7 : 992-1001 頁。
- 石光裕[2010]「投資家による将来利益予想の時系列, 業種別, 市場別の特徴」『京都マネジメント・レビュー』第17号 : 67-82 頁
- 上野陽一・馬場直彦[2005]「わが国企業による株主還元策の決定要因: 配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」『日本銀行ワーキング・ペーパー・シリーズ』No.05-J-6 : 1-50 頁。
- 奥村雅史[1994]「シグナルとしての配当について: わが国企業の配当に関する実証研究」『年報財務管理研究』5 : 15-22 頁。
- 佐々木寿記[2011]「日本企業のペイアウト政策に関する実証的研究」一橋大学博士論文。
- 諏訪部貴嗣[2006]「株主価値を向上させる配当政策」(特集 企業財務と株式市場)『証券アナリストジャーナル』44(7) : 34-47 頁。
- 花枝英樹・芹田敏夫[2008]「日本企業の配当政策・自社株買い: サーベイデータによる検証」『現代ファイナンス』24 : 129-160 頁。
- 花枝英樹・芹田敏夫[2009]「ペイアウト政策のサーベイ調査: 日米比較を中心に」『証券アナリストジャーナル』47.8 : 11-22 頁。
- 文部科学省科学技術・学術政策研究所第2研究グループ[2014]「民間企業の研究活動に関する調査報告 2013」。
- 森脇彬編 [1992]「日本企業の配当政策」中央経済社。
- Gustavo Grullon, Roni Michaely, Shlomo Benartzi, Richard H. Thaler [2005] "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability." *The Journal of Business* 78.5 : pp.1659-1682.
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani. [1961]"Dividend policy, growth, and the valuation of shares." *the Journal of Business* 34.4 :pp. 411-433.

## 付録

### 記述統計・相関係数表

Mean	平均値
Median	中央値
Maximum	最大値
Minimum	最小値
Std. Dev.	標準偏差
Skewness	歪度
Kurtosis	尖度
Obs.	観測数

### 【付録 1 三業種合同】

#### プラットフォーム(時価総額)記述統計

	$MVE_t$	$b_t$	$x_t$	$d_t$	$d_{t-1}$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	1.108	1.393	0.063	0.021	0.020	0.002	0.001	0.019	0.282	0.084
Median	1.052	1.279	0.064	0.021	0.020	0.000	0.000	0.008	0.000	0.000
Maximum	3.456	5.006	0.406	0.068	0.072	0.037	0.030	0.666	1.000	1.000
Minimum	0.483	0.133	-0.582	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.307	0.000	0.000
Std. Dev.	0.305	0.656	0.081	0.010	0.010	0.004	0.004	0.067	0.450	0.278
Skewness	1.640	1.072	-1.997	0.135	0.203	2.795	3.961	3.433	0.970	2.995
Kurtosis	8.832	4.767	15.543	3.338	3.397	12.705	20.014	25.404	1.942	9.970
Obs.	3397	3397	3397	3397	3397	3397	3397	3397	3397	3397

#### プラットフォーム(時価総額)相関係数表

	$MVE_t$	$b_t$	$x_t$	$d_t$	$d_{t-1}$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$MVE_t$	1									
$b_t$	0.148	1								
$x_t$	0.304	0.121	1							
$d_t$	0.163	0.315	0.371	1						
$d_{t-1}$	0.032	0.297	0.136	0.795	1					
$\Delta d_t^+$	0.244	0.082	0.321	0.221	-0.222	1				
$\Delta d_t^-$	-0.112	0.045	-0.307	-0.177	0.236	-0.165	1			
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	-0.067	0.052	-0.785	-0.217	-0.047	-0.188	0.272	1		
$D_{t+1}^+$	0.168	-0.091	0.020	-0.155	-0.136	0.089	0.124	0.097	1	
$D_{t+1}^-$	-0.018	0.000	0.052	0.124	0.040	0.193	-0.014	-0.114	-0.190	1

プラットフォーム(次期利益)記述統計

	$x_{t+1}$	$\Delta x_{t+1}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	0.081	0.022	0.059	0.026	0.041	0.021	0.002	0.001	0.275	0.080
Median	0.074	0.012	0.062	0.010	0.047	0.021	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.523	0.641	0.466	1.695	0.444	0.068	0.037	0.030	1.000	1.000
Minimum	-0.583	-0.515	-0.582	-0.649	-0.642	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Std. Dev.	0.085	0.090	0.085	0.119	0.083	0.011	0.004	0.004	0.446	0.272
Skewness	-0.309	1.404	-2.045	3.208	-2.530	0.198	2.901	3.664	1.010	3.093
Kurtosis	10.690	12.686	15.285	32.875	17.990	3.387	13.136	17.310	2.019	10.564
Obs.	2745	2745	2745	2745	2745	2745	2745	2745	2745	2745

プラットフォーム(次期利益)相関係数表

	$x_{t+1}$	$\Delta x_{t+1}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$x_{t+1}$	1									
$\Delta x_{t+1}$	0.530	1								
$x_t$	0.437	-0.531	1							
$\Delta x_t$	0.210	-0.134	0.352	1						
$x_{t-1}$	0.155	-0.126	0.289	-0.519	1					
$d_t$	0.240	-0.134	0.382	-0.031	0.280	1				
$\Delta d_t^+$	0.203	-0.105	0.314	0.240	-0.037	0.218	1			
$\Delta d_t^-$	-0.071	0.223	-0.307	-0.103	-0.061	-0.194	-0.166	1		
$D_{t+1}^+$	0.153	0.129	0.016	0.072	-0.029	-0.149	0.086	0.141	1	
$D_{t+1}^-$	-0.053	-0.095	0.048	0.004	-0.007	0.110	0.176	-0.014	-0.182	1

プラットフォーム(2期先利益)記述統計

	$x_{t+2}$	$\Delta x_{t+2}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	0.087	0.013	0.054	0.031	0.033	0.020	0.002	0.002	0.270	0.083
Median	0.076	0.009	0.057	0.010	0.037	0.020	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.749	0.679	0.466	1.695	0.444	0.064	0.037	0.030	1.000	1.000
Minimum	-0.473	-0.484	-0.569	-0.610	-0.642	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Std. Dev.	0.091	0.083	0.084	0.126	0.085	0.011	0.004	0.004	0.444	0.276
Skewness	0.518	0.863	-1.721	3.433	-2.457	0.279	2.997	3.373	1.035	3.023
Kurtosis	10.511	15.151	13.400	31.982	17.441	3.413	13.603	14.802	2.072	10.138
Obs.	2036	2036	2036	2036	2036	2036	2036	2036	2036	2036

プラットフォーム(2期先利益)相関係数表

	$x_{t+2}$	$\Delta x_{t+2}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$x_{t+2}$	1									
$\Delta x_{t+2}$	0.514	1								
$x_t$	0.275	-0.116	1							
$\Delta x_t$	0.071	-0.128	0.288	1						
$x_{t-1}$	0.147	0.041	0.276	-0.494	1					
$d_t$	0.233	0.008	0.385	-0.046	0.253	1				
$\Delta d_t^+$	0.123	-0.070	0.315	0.249	-0.074	0.211	1			
$\Delta d_t^-$	-0.042	0.017	-0.311	-0.118	-0.036	-0.185	-0.168	1		
$D_{t+1}^+$	0.077	-0.061	-0.001	0.072	-0.025	-0.158	0.064	0.161	1	
$D_{t+1}^-$	0.016	0.067	0.048	0.005	-0.025	0.109	0.160	-0.019	-0.183	1

プラットフォーム(3期先利益)記述統計

	$x_{t+3}$	$\Delta x_{t+3}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	0.091	0.014	0.047	0.043	0.018	0.020	0.002	0.002	0.259	0.097
Median	0.079	0.010	0.053	0.015	0.007	0.019	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.556	0.655	0.432	1.695	0.375	0.064	0.037	0.030	1.000	1.000
Minimum	-0.322	-0.324	-0.569	-0.610	-0.642	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Std. Dev.	0.092	0.079	0.092	0.144	0.085	0.011	0.005	0.005	0.438	0.295
Skewness	0.582	0.763	-1.927	3.260	-2.745	0.340	3.012	2.859	1.098	2.732
Kurtosis	6.996	11.958	12.783	27.730	18.999	3.447	13.817	11.081	2.206	8.462
Obs.	1284	1284	1284	1284	1284	1284	1284	1284	1284	1284

プラットフォーム(3期先利益)相関係数表

	$x_{t+3}$	$\Delta x_{t+3}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$x_{t+3}$	1									
$\Delta x_{t+3}$	0.494	1								
$x_t$	0.199	-0.016	1							
$\Delta x_t$	0.056	-0.015	0.285	1						
$x_{t-1}$	0.068	-0.028	0.217	-0.443	1					
$d_t$	0.221	0.011	0.400	-0.058	0.241	1				
$\Delta d_t^+$	0.101	0.028	0.309	0.228	-0.073	0.215	1			
$\Delta d_t^-$	-0.029	-0.031	-0.317	-0.120	-0.020	-0.220	-0.189	1		
$D_{t+1}^+$	0.025	-0.044	-0.031	0.079	-0.028	-0.163	0.011	0.198	1	
$D_{t+1}^-$	0.006	-0.010	0.073	-0.007	-0.012	0.137	0.203	-0.032	-0.193	1

【付録2 製造業】

プラットフォーム(時価総額)記述統計

	$b_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$d_t$	$d_{t-1}$	$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	$D_{t+1}^-$	MVE	$D_{t+1}^+$	$x_t$
Mean	1.386	0.001	0.002	0.008	0.019	0.019	0.138	1.113	0.257	0.057
Median	1.262	0.000	0.000	0.000	0.019	0.008	0.000	1.053	0.000	0.061
Maximum	8.360	0.034	0.050	0.054	0.276	0.962	1.000	7.953	1.000	0.474
Minimum	0.105	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.365	0.000	0.001	0.000	-0.832
Std. Dev.	0.652	0.004	0.007	0.012	0.012	0.081	0.345	0.365	0.437	0.090
Skewness	1.447	4.106	3.599	1.108	4.265	3.383	2.103	3.979	1.110	-2.254
Kurtosis	9.326	23.135	16.628	3.076	94.658	29.003	5.424	56.211	2.233	17.460
Obs.	2636	2636	2636	2636	2636	2636	2636	2636	2636	2636

プラットフォーム(時価総額)相関係数表

	$b_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$d_t$	$d_{t-1}$	$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	$D_{t+1}^-$	MVE	$D_{t+1}^+$	$x_t$
$b_t$	1									
$\Delta d_t^+$	0.032	1								
$\Delta d_t^-$	-0.012	-0.086	1							
$d_t$	0.103	0.427	-0.099	1						
$d_{t-1}$	0.224	-0.166	0.179	0.165	1					
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	0.055	-0.134	0.084	-0.101	-0.047	1				
$D_{t+1}^-$	-0.019	0.238	-0.020	0.191	0.005	-0.143	1			
MVE	0.178	0.181	-0.122	0.098	0.025	-0.074	-0.005	1		
$D_{t+1}^+$	-0.058	0.032	-0.011	-0.021	-0.110	0.100	-0.235	0.145	1	
$x_t$	0.085	0.178	-0.128	0.117	0.120	-0.803	0.068	0.276	0.008	1

プラットフォーム(次期利益)記述統計

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_{t+1}$	$\Delta x_t$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+1}$	$x_{t-1}$
Mean	0.002	0.001	0.022	0.027	0.008	0.137	0.249	0.054	0.076	0.026
Median	0.000	0.000	0.011	0.010	0.000	0.000	0.000	0.059	0.069	0.048
Maximum	0.050	0.033	1.089	1.151	0.053	1.000	1.000	0.437	0.523	0.444
Minimum	0.000	0.000	-0.499	-0.693	0.000	0.000	0.000	-0.832	-0.580	-1.060
Std. Dev.	0.007	0.003	0.100	0.122	0.012	0.344	0.433	0.092	0.089	0.121
Skewness	3.276	4.259	1.868	2.127	1.134	2.111	1.158	-2.231	-0.071	-3.183
Kurtosis	14.105	24.571	16.958	18.641	3.103	5.456	2.341	16.786	9.963	20.074
Obs.	2137	2137	2137	2137	2137	2137	2137	2137	2137	2137

プラットフォーム(次期利益)相関係数表

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_{t+1}$	$\Delta x_t$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+1}$	$x_{t-1}$
$\Delta d_t^-$	1									
$\Delta d_t^+$	-0.087	1								
$\Delta x_{t+1}$	0.068	-0.057	1							
$\Delta x_t$	0.014	0.175	-0.186	1						
$d_t$	-0.107	0.400	-0.046	0.018	1					
$D_{t+1}^-$	-0.025	0.240	-0.086	0.027	0.189	1				
$D_{t+1}^+$	-0.012	0.050	0.124	0.038	-0.009	-0.230	1			
$x_t$	-0.118	0.167	-0.568	0.388	0.107	0.074	-0.004	1		
$x_{t+1}$	-0.046	0.108	0.532	0.192	0.058	-0.020	0.134	0.394	1	
$x_{t-1}$	-0.104	-0.051	-0.242	-0.717	0.062	0.030	-0.042	0.364	0.104	1

プラットフォーム(2期先利益)記述統計

	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+2}$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta x_{t+2}$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$\Delta x_t$
Mean	0.134	0.251	0.049	0.064	0.012	0.008	-0.004	0.001	0.003	0.036
Median	0.000	0.000	0.052	0.066	0.041	0.000	0.001	0.000	0.000	0.011
Maximum	1.000	1.000	0.403	0.414	0.444	0.043	0.472	0.022	0.050	1.151
Minimum	0.000	0.000	-0.624	-0.832	-1.060	0.000	-0.902	0.000	0.000	-0.517
Std. Dev.	0.341	0.434	0.083	0.088	0.130	0.011	0.108	0.003	0.008	0.128
Skewness	2.146	1.147	-1.767	-2.897	-3.155	1.121	-1.475	3.921	2.744	2.827
Kurtosis	5.604	2.316	13.585	24.663	18.793	2.978	15.478	19.645	10.270	19.068
Obs.	1445	1445	1445	1445	1445	1445	1445	1445	1445	1445

プラットフォーム(2期先利益)相関係数表

	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+2}$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta x_{t+2}$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$\Delta x_t$
$D_{t+1}^-$	1									
$D_{t+1}^+$	-0.228	1								
$x_t$	0.065	-0.017	1							
$x_{t+2}$	-0.073	0.008	0.096	1						
$x_{t-1}$	0.035	-0.067	0.350	0.090	1					
$d_t$	0.205	-0.063	0.086	0.014	0.054	1				
$\Delta x_{t+2}$	-0.019	-0.095	-0.191	0.688	0.062	0.000	1			
$\Delta d_t^+$	0.262	0.019	0.161	-0.042	-0.077	0.384	-0.104	1		
$\Delta d_t^-$	-0.065	-0.012	-0.110	-0.013	-0.095	-0.157	0.002	-0.122	1	
$\Delta x_t$	0.008	0.057	0.290	-0.030	-0.795	0.001	-0.187	0.183	0.025	1

プラットフォーム(3期先利益)記述統計

	$d_t$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+3}$	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+3}$	$x_{t-1}$
Mean	0.008	0.057	-11049.500	0.004	0.001	0.176	0.230	0.044	0.071	-0.013
Median	0.000	0.020	0.003	0.000	0.000	0.000	0.000	0.050	0.070	0.029
Maximum	0.047	1.151	1.246	0.050	0.029	1.000	1.000	0.437	0.677	0.375
Minimum	0.000	-0.517	-1120000.000	-0.639	0.000	0.000	0.000	-0.624	-0.589	-1.060
Std. Dev.	0.011	0.151	351334.000	0.022	0.004	0.381	0.421	0.095	0.082	0.152
Skewness	1.140	2.453	-31.749	-23.471	3.975	1.701	1.280	-1.675	-0.656	-2.781
Kurtosis	3.112	14.114	1009.001	681.314	20.718	3.893	2.639	11.886	18.064	13.961
Obs.	945	945	945	945	945	945	945	945	945	945

プラットフォーム(3期先利益)相関係数表

	$d_t$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+3}$	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+3}$	$x_{t-1}$
$d_t$	1									
$\Delta x_t$	0.002	1								
$\Delta x_{t+3}$	-0.038	0.010	1							
$\Delta d_t^-$	-0.070	0.024	0.006	1						
$\Delta d_t^+$	0.398	0.160	0.010	-0.049	1					
$D_{t+1}^-$	0.277	-0.012	0.015	-0.025	0.319	1				
$D_{t+1}^+$	-0.065	0.049	0.017	0.015	-0.044	-0.253	1			
$x_t$	0.132	0.307	-0.018	-0.022	0.190	0.128	-0.042	1		
$x_{t+3}$	0.065	0.001	-0.007	-0.003	0.025	0.088	-0.027	0.140	1	
$x_{t-1}$	0.081	-0.803	-0.021	-0.037	-0.040	0.094	-0.076	0.320	0.086	1

【付録3 商業】

プラットフォーム(時価総額)記述統計

	$MVE_t$	$b_t$	$x_t$	$d_t$	$d_{t-1}$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	1.098	1.503	0.079	0.025	0.023	0.002	0.001	0.016	0.263	0.088
Median	1.058	1.407	0.078	0.024	0.023	0.000	0.000	0.008	0.000	0.000
Maximum	2.487	5.006	0.282	0.054	0.052	0.036	0.036	0.339	1.000	1.000
Minimum	0.621	0.133	-0.300	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.121	0.000	0.000
Std. Dev.	0.244	0.697	0.069	0.011	0.011	0.004	0.004	0.044	0.441	0.283
Skewness	1.556	0.844	-0.963	-0.060	-0.034	3.290	4.370	2.610	1.076	2.915
Kurtosis	7.393	4.303	7.784	2.780	2.778	18.240	24.779	16.738	2.157	9.496
Obs.	684	684	684	684	684	684	684	684	684	684

プラットフォーム(時価総額)相関係数表

	$MVE_t$	$b_t$	$x_t$	$d_t$	$d_{t-1}$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$MVE_t$	1									
$b_t$	0.118	1								
$x_t$	0.411	0.204	1							
$d_t$	0.210	0.426	0.401	1						
$d_{t-1}$	0.045	0.392	0.160	0.832	1					
$\Delta d_t^+$	0.260	0.115	0.333	0.228	-0.209	1				
$\Delta d_t^-$	-0.172	0.046	-0.282	-0.151	0.245	-0.153	1			
$E_t[\Delta \tilde{x}_{t+1}]$	-0.121	0.066	-0.670	-0.098	0.089	-0.195	0.311	1		
$D_{t+1}^+$	0.099	-0.075	0.094	-0.140	-0.105	0.050	0.124	0.035	1	
$D_{t+1}^-$	0.062	0.015	0.108	0.159	0.027	0.247	-0.087	-0.138	-0.185	1

プラットフォーム(次期利益)記述統計

	$x_{t+1}$	$\Delta x_{t+1}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	0.097	0.019	0.078	0.018	0.060	0.025	0.002	0.001	0.255	0.084
Median	0.089	0.012	0.076	0.009	0.070	0.024	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.354	0.337	0.466	0.650	0.328	0.057	0.036	0.037	1.000	1.000
Minimum	-0.218	-0.289	-0.300	-0.314	-0.623	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Std. Dev.	0.073	0.065	0.070	0.086	0.085	0.011	0.005	0.005	0.437	0.278
Skewness	0.322	0.929	-0.538	2.176	-2.989	-0.024	3.413	4.220	1.121	3.001
Kurtosis	4.922	9.247	8.779	15.515	19.534	2.778	18.475	23.999	2.257	10.005
Obs.	548	548	548	548	548	548	548	548	548	548

プラットフォーム(次期利益)相関係数表

	$x_{t+1}$	$\Delta x_{t+1}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$x_{t+1}$	1									
$\Delta x_{t+1}$	0.497	1								
$x_t$	0.586	-0.412	1							
$\Delta x_t$	0.185	-0.240	0.419	1						
$x_{t-1}$	0.291	-0.093	0.393	-0.670	1					
$d_t$	0.324	-0.023	0.362	0.015	0.280	1				
$\Delta d_t^+$	0.232	-0.076	0.314	0.303	-0.050	0.222	1			
$\Delta d_t^-$	-0.054	0.209	-0.252	-0.204	0.000	-0.142	-0.155	1		
$D_{t+1}^+$	0.125	0.076	0.061	0.024	0.025	-0.158	0.045	0.181	1	
$D_{t+1}^-$	0.014	-0.063	0.073	0.065	-0.006	0.147	0.195	-0.084	-0.177	1



プラットフォーム(2期先利益)記述統計

	$x_{t+2}$	$\Delta x_{t+2}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	0.107	0.016	0.073	0.022	0.051	0.024	0.002	0.002	0.263	0.093
Median	0.097	0.011	0.073	0.011	0.062	0.024	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.363	0.387	0.466	0.650	0.328	0.057	0.036	0.037	1.000	1.000
Minimum	-0.122	-0.256	-0.300	-0.314	-0.623	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Std. Dev.	0.077	0.062	0.075	0.093	0.089	0.011	0.005	0.005	0.441	0.291
Skewness	0.709	1.277	-0.594	1.910	-2.701	0.027	3.501	3.780	1.077	2.795
Kurtosis	4.006	10.795	8.770	13.740	16.172	2.841	18.856	19.257	2.160	8.814
Obs.	407	407	407	407	407	407	407	407	407	407

プラットフォーム(2期先利益)相関係数表

	$x_{t+2}$	$\Delta x_{t+2}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$x_{t+2}$	1									
$\Delta x_{t+2}$	0.330	1								
$x_t$	0.406	-0.160	1							
$\Delta x_t$	0.093	-0.098	0.461	1						
$x_{t-1}$	0.246	-0.033	0.362	-0.660	1					
$d_t$	0.300	-0.034	0.369	0.069	0.240	1				
$\Delta d_t^+$	0.159	-0.061	0.303	0.307	-0.067	0.232	1			
$\Delta d_t^-$	-0.050	0.064	-0.266	-0.231	0.018	-0.161	-0.164	1		
$D_{t+1}^+$	0.071	-0.048	0.047	-0.010	0.051	-0.162	-0.016	0.206	1	
$D_{t+1}^-$	-0.008	0.013	0.070	0.091	-0.036	0.159	0.202	-0.095	-0.192	1

プラットフォーム(3期先利益)記述統計

	$x_{t+3}$	$\Delta x_{t+3}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
Mean	0.112	0.012	0.061	0.020	0.040	0.023	0.002	0.002	0.265	0.102
Median	0.100	0.008	0.064	0.008	0.058	0.023	0.000	0.000	0.000	0.000
Maximum	0.479	0.334	0.282	0.650	0.328	0.053	0.036	0.037	1.000	1.000
Minimum	-0.125	-0.221	-0.300	-0.314	-0.659	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Std. Dev.	0.087	0.063	0.081	0.107	0.102	0.011	0.005	0.006	0.442	0.304
Skewness	0.936	0.842	-1.248	1.737	-3.357	0.040	3.992	3.200	1.064	2.625
Kurtosis	4.728	8.244	7.586	11.530	20.290	2.709	23.690	13.933	2.132	7.892
Obs.	264	264	264	264	264	264	264	264	264	264

プラットフォーム(3期先利益)相関係数表

	$x_{t+3}$	$\Delta x_{t+3}$	$x_t$	$\Delta x_t$	$x_{t-1}$	$d_t$	$\Delta d_t^+$	$\Delta d_t^-$	$D_{t+1}^+$	$D_{t+1}^-$
$x_{t+3}$	1									
$\Delta x_{t+3}$	0.395	1								
$x_t$	0.350	-0.024	1							
$\Delta x_t$	0.122	0.058	0.447	1						
$x_{t-1}$	0.152	-0.080	0.328	-0.698	1					
$d_t$	0.311	0.064	0.359	0.132	0.148	1				
$\Delta d_t^+$	0.181	0.007	0.350	0.281	-0.016	0.261	1			
$\Delta d_t^-$	-0.017	0.116	-0.333	-0.178	-0.079	-0.210	-0.163	1		
$D_{t+1}^+$	0.039	0.000	0.025	-0.021	0.042	-0.179	0.008	0.228	1	
$D_{t+1}^-$	0.027	0.023	0.130	0.094	0.005	0.191	0.227	-0.113	-0.203	1

【付録4 サービス業】

プラットフォーム(時価総額)記述統計

	b	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$d_t$	$d_{t-1}$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$E_t[\Delta x_{t+1}^-]$	MVE	$x_t$
Mean	1.089	0.000	0.002	0.022	0.021	0.099	0.298	0.017	1.148	0.063
Median	1.001	0.000	0.000	0.022	0.020	0.000	0.000	0.008	1.065	0.062
Maximum	3.997	0.019	0.017	0.049	0.046	1.000	1.000	0.430	3.405	0.356
Minimum	0.148	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.157	0.435	-0.343
Std. Dev.	0.602	0.002	0.004	0.010	0.011	0.300	0.459	0.055	0.364	0.066
Obs.	171	171	171	171	171	171	171	171	171	171

プラットフォーム(時価総額)相関係数表

	$b_t$	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$d_t$	$d_{t-1}$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$E_t[\Delta x_{t+1}^-]$	MVE	$x_t$
$b_t$	1									
$\Delta d_t^-$	0.069	1								
$\Delta d_t^+$	-0.112	-0.126	1							
$d_t$	0.317	-0.081	0.201	1						
$d_{t-1}$	0.349	0.203	-0.213	0.841	1					
$D_{t+1}^-$	-0.065	-0.068	0.359	0.044	-0.086	1				
$D_{t+1}^+$	-0.196	0.008	0.149	-0.059	-0.069	-0.217	1			
$E_t[\Delta x_{t+1}^-]$	-0.026	0.191	-0.124	0.129	0.187	-0.129	-0.131	1		
MVE	-0.059	-0.037	0.181	0.082	0.031	-0.075	0.269	0.056	1	
$x_t$	0.176	-0.175	0.276	0.183	0.062	0.074	0.178	-0.784	0.227	1

プラットフォーム(次期利益)記述統計

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+1}$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+1}$	$x_{t-1}$
Mean	0.001	0.002	0.015	0.012	0.023	0.084	0.294	0.067	0.079	0.051
Median	0.000	0.000	0.012	0.014	0.022	0.000	0.000	0.061	0.079	0.054
Maximum	0.030	0.017	0.291	0.268	0.049	1.000	1.000	0.235	0.295	0.206
Minimum	0.000	0.000	-0.323	-0.501	0.000	0.000	0.000	-0.117	-0.486	-0.236
Std. Dev.	0.003	0.004	0.063	0.066	0.010	0.278	0.457	0.050	0.077	0.053
Obs.	143	143	143	143	143	143	143	143	143	143

プラットフォーム(次期利益)相関係数表

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+1}$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+1}$	$x_{t-1}$
$\Delta d_t^-$	1									
$\Delta d_t^+$	-0.112	1								
$\Delta x_t$	-0.309	0.138	1							
$\Delta x_{t+1}$	0.238	0.050	-0.139	1						
$d_t$	-0.080	0.175	0.083	-0.141	1					
$D_{t+1}^-$	0.185	0.271	0.004	0.052	-0.038	1				
$D_{t+1}^+$	-0.076	0.175	0.241	0.022	0.019	-0.195	1			
$x_t$	-0.285	0.340	0.589	-0.135	0.362	0.011	0.179	1		
$x_{t+1}$	0.019	0.263	0.262	0.767	0.114	0.051	0.134	0.532	1	
$x_{t-1}$	0.100	0.157	-0.640	0.038	0.245	0.006	-0.119	0.244	0.191	1

プラットフォーム(2期先利益)記述統計

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+2}$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+2}$	$x_{t-1}$
Mean	0.001	0.002	0.010	0.007	0.022	0.100	0.300	0.059	0.087	0.049
Median	0.000	0.000	0.007	0.017	0.022	0.000	0.000	0.055	0.091	0.051
Maximum	0.030	0.017	0.268	0.171	0.046	1.000	1.000	0.235	0.288	0.206
Minimum	0.000	0.000	-0.323	-0.533	0.000	0.000	0.000	-0.117	-0.301	-0.236
Std. Dev.	0.004	0.004	0.067	0.076	0.010	0.301	0.460	0.054	0.086	0.056
Skewness	6.442	2.173	-0.202	-4.061	0.149	2.667	0.873	-0.160	-1.281	-1.835
Kurtosis	48.734	7.055	11.101	27.805	2.634	8.111	1.762	6.225	8.282	11.614
Obs.	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110

プラットフォーム(2期先利益)相関係数表

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+2}$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+2}$	$x_{t-1}$
$\Delta d_t^-$	1									
$\Delta d_t^+$	-0.118	1								
$\Delta x_t$	-0.316	0.095	1							
$\Delta x_{t+2}$	0.056	0.084	-0.061	1						
$d_t$	-0.075	0.197	0.100	0.101	1					
$D_{t+1}^-$	0.184	0.234	-0.072	0.110	-0.090	1				
$D_{t+1}^+$	-0.089	0.130	0.244	0.069	-0.005	-0.218	1			
$x_t$	-0.270	0.342	0.599	0.116	0.404	-0.078	0.193	1		
$x_{t+2}$	0.067	0.279	0.027	0.591	0.232	0.021	0.138	0.454	1	
$x_{t-1}$	0.118	0.219	-0.622	0.187	0.274	0.011	-0.106	0.254	0.412	1

プラットフォーム(3期先利益)記述統計

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+3}$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+3}$	$x_{t-1}$
Mean	0.001	0.002	0.001	0.015	0.022	0.129	0.257	0.049	0.093	0.048
Median	0.000	0.000	0.001	0.016	0.021	0.000	0.000	0.051	0.095	0.051
Maximum	0.030	0.016	0.268	0.231	0.046	1.000	1.000	0.235	0.329	0.206
Minimum	0.000	0.000	-0.323	-0.390	0.006	0.000	0.000	-0.117	-0.336	-0.236
Std. Dev.	0.004	0.004	0.072	0.075	0.010	0.337	0.440	0.053	0.096	0.057
Skewness	5.290	2.202	-0.250	-1.739	0.607	2.219	1.111	-0.307	-1.028	-1.705
Kurtosis	32.755	6.976	11.087	15.040	2.819	5.925	2.235	7.116	8.336	11.334
Obs.	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70

プラットフォーム(3期先利益)相関係数表

	$\Delta d_t^-$	$\Delta d_t^+$	$\Delta x_t$	$\Delta x_{t+3}$	$d_t$	$D_{t+1}^-$	$D_{t+1}^+$	$x_t$	$x_{t+3}$	$x_{t-1}$
$\Delta d_t^-$	1									
$\Delta d_t^+$	-0.135	1								
$\Delta x_t$	-0.350	0.090	1							
$\Delta x_{t+1}$	0.120	0.009	0.022	1						
$d_t$	-0.083	0.141	-0.069	-0.083	1					
$D_{t+1}^-$	0.197	0.194	-0.093	0.038	-0.084	1				
$D_{t+1}^+$	-0.078	-0.023	0.395	0.122	-0.009	-0.226	1			
$x_t$	-0.317	0.316	0.623	-0.006	0.302	-0.137	0.200	1		
$x_{t+3}$	0.191	0.261	0.113	0.579	0.183	0.022	0.190	0.339	1	
$x_{t-1}$	0.151	0.178	-0.692	-0.033	0.366	-0.009	-0.316	0.133	0.170	1

## 終章

近年、伝統的な安定配当政策の揺らぎや外国人投資家の増加など、日本の株式市場を取り巻く環境には様々な変化が生じている。このような状況を受け、本研究では 2009 年度以降の日本企業を対象に配当のシグナリング仮説を検証した。また、各業種における配当の意義に着目して業種別に分析を行った。対象は、東証の大分類で製造業・商業・サービス業に属する、2010～2014 年の 3 月期決算上場企業である。石川・太田[2011]の分析手法に 2 期・3 期先利益に関するモデルを追加して、配当と企業価値・将来利益の関係性を調べた。

第 1 章で研究の目的を明らかにした後、第 2 章で対象分析方法を解説した。第 3 章では各業種に統一的な手法を用いて分析を行った。この結果をもとに、第 4 章では業種ごとに修正モデルを用いて分析を行った。これらの検証の結果、製造業・商業において、配当額・増配と企業価値・次期利益の間には有意な関係性が認められた。このことから、二業種において配当額と増配は次期利益を伝達するシグナルとして機能していることが明らかになった。一方で、サービス業では仮説と整合的な結果が得られなかった。また、減配はどの業種においてもシグナルとして機能していないことが判明した。さらに、2 期・3 期先利益と配当の関連性は弱いこともわかった。配当は 2 期・3 期先の利益情報を伝達していないと考えられる。

一方で、課題も残されている。本研究は業種別に配当のシグナリング仮説を検証することを目的としているが、時間の制約上三業種しか扱っていない。製造業、商業、サービス業以外の業種における配当のシグナリング効果は未検証である。また、2 期・3 期先利益と配当との関連性が弱いことの理由についても、さらなる検証が必要である。加えて、株価は将来の利益流れの期待値すべてを反映しているが、今回は最長で 3 期先までの利益しか見ていない。より長い期間の将来利益についても検証し、研究を強化することが望ましい。さらに、業種によって配当のシグナリング仮説との整合性に違いがあることが明らかになったものの、その理由については未解明である。今後の研究において、業種ごとの特性がシグナルとしての配当に及ぼす影響が検証されることを期待したい。

## 2014 年度ゼミナール活動の記録

2 月中旬	<p>2 回生プレゼミ（前半）簿記 テキスト：加古宜士・渡辺裕亘編著『新検定簿記講義/3 級商業簿記』中央経済社。</p> <p>2 回生プレゼミ（後半）財務諸表論 テキスト：日本経済新聞社『財務諸表の見方』日経文庫。</p>
4 月 10 日	<p>前期ゼミ開講 2 回生テキスト：桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。 3・4 回生テキスト：K・G パレプ., P・M ヒーリー., V・L バーナード., 『企業分析入門』東京大学出版社。</p>
6 月 22 日	ビアガーデン 於・カンフォーラ
8 月 8 日	新歓コンパ 於・木屋町「坐・和民」
9 月 25～26 日	ゼミ合宿 於・グリーンパーク思い出の森
10 月 3 日	<p>後期ゼミ開講 共同研究テーマ：「配当のシグナリング仮説に関する実証研究」</p>
12 月 8 日	<p>新ゼミ生一次募集選考面接 新 2・3 回生 応募 0 名</p>
12 月 19 日	<p>新ゼミ生二次募集選考面接 新 2 回生 応募 2 名 採用 2 名</p>
12 月 2～5 日	<p>北海道大学と篠田ゼミと交流シンポジウム 北海道大学経済学部篠田ゼミとのジョイント 於・北海道大学</p>
12 月 23 日	<p>第 20 回企業分析交流シンポジウム 京都大学経済学部徳賀ゼミとのジョイント 於・京都大学総合研究 2 号館 元田中「天寅」にて懇親会</p>
3 月 23 日	追い出しコンパ

## 藤井ゼミ TA を振り返って

藤井ゼミ TA 横山 夏子

私が藤井ゼミに所属して、結構な年月がすぎました。毎年、この「一年を振り返って」を書いています。TA として書くのはこれで4回目になりますが、文章を書くのは決して得意ではありません。毎年依頼のメールを読むたびに、字数が減るといいなあと思っていました。正直に言うと、今年は例年よりもTAが多かったので半分になるに違いない！、と内心ほくそ笑んでいましたが、世の中は厳しく、残念ながら今年も最大1ページの依頼をいただきました。4回目となると、書くこともなくなってしまう、誰か変わってほしいと思う今日この頃です。

さて、大学院に入って4年間、毎週みなさんの発表を聞かせていただきました。前期の教科書が毎年ほぼ同じなのでそのうち聴くのに飽きるんじゃないだろうか、と修士一年生の時にちらっと思ったのですが、意外にもそんなことはありませんでした。というのもそもそも聞いている本人が1年前のことを覚えていられないという悲しい理由と、皆さんのほとんどがなかなか質の高い発表をするからです。前期の最初の方は教科書の内容を丁寧に解説してくれるのですが、後ろの方になると独自の分析などが付け加えられ、私の勉強にもなりました。

今年の後期は配当の研究ということで、会計のゼミらしくとても素晴らしいテーマ設定だと思います。自分のことを棚にあげて申し上げますと、京大生は自由の校風に忠実で、会計ゼミらしく会計データを使うものの、テーマは自由に設定し研究をしています。今年の3回生の皆さんは4人と少ないながらも毎週のゼミで指摘された課題を解決し、着実に研究を進めてました。みなさんのカラーが綺麗に現れているなど感じた次第です。

特に今年はいくつか新しい試みがありました。まず、北海道で篠田教授のゼミと討論するなど例年にないイベントがありました。皆さんの負担は大きかったと思いますが、その中でもしっかりと報告を毎週してくれました。次に、今年初めて取り入れた評価シートについても、皆さんへのフィードバックがいい方向に作用するかハラハラしていましたが、各回生からコメントなどちらほらあり、なかなか良かったのではないかと思います。

さて、最後になりましたが、藤井ゼミの今後のますますの発展をお祈り申し上げます。

## 藤井ゼミ TA を振り返って

藤井ゼミ TA 渡邊 誠士

昨年も書きましたが、毎年この原稿を書く際に 2 つの選択肢が出てきます。真面目に書くか、そうでないか。毎年真面目に書けていないので、今年は後者でいきましょう。

まずは 3 回生の皆さん、本当におつかれさまでした。私自身も数年前に同じ経験をしており、苦労は共感できていると思います。しかしその一方で、自分自身の TA としての働きは、当時我々が学生時代に教えを請うていた TA 人の方々と比べるとなんと頼りないものであったかと反省しております。

今年の共同研究は、例年にも増して学術的な色合いが強かったように感じています。緻密な先行研究のサーベイの上で、しっかりとしたレプリケーションを経て独自色を出していくといういわゆる実証研究の王道ともいえる作法に則って、ある意味「堅く」研究がすすめられていたと思います。しかし、言いかえれば独自色が最後まで出てこない研究でもあったのかもしれません。これは決して皆さんのアプローチや発想に問題があったというわけではなく、我々 TA のコメントによってこのような形に誘導されていたのではないかと思います。ですので、この点は皆さんに謝らなければならない点かもしれません。しかしその一方で、皆さんの今後の人生において、実証的な分析を行う機会があるならば、この上無い経験をしているともいえます。皆さんが今後の社会人生活の中で、実証的な分析を行うとすれば、テーマや題材、独自の視点というものも自然と見つかることでしょう。そういった中で求められるのは基本的に忠実な分析となるはずです。今回の共同研究を通じて学んだ基礎を生かして今後に生かしてもらえればと思います。

また、共同研究から離れて考えると、今年はゼミイベントが非常に多かった年であったと思います。仕事の関係であまり参加できない私が参加できただけでもゼミ合宿や北海道でのインゼミ、徳賀ゼミとのゼミ交流会、追いコン（2 次会より参加予定）。こんなにゼミのイベントに参加できた年は初めてで大変楽しませていただきました。来年度以降も是非このような活発なイベントを実施していただきたいと心より思います。

さて、4 回生の皆さんはいよいよ卒業し、（私より一足先に…笑）社会人となることになります。私の拙い経験によると社会に出ると思い通りにいかないことが 9 割以上だと思います（統計的に優位になるほどのサンプルサイズではありませんのであしからず）。しかし、そういったときにこそ、学生時代の経験が生かせるのではないかと思います。思い通りに働いてくれない同級生や後輩とのやり取りの経験や、なかなか自分の思いを理解してくれない先輩や TA とのやり取り、思い通りに出してくれない統計分析結果と格闘した経験などは、必ず生きてきます。藤月会で格好良く社会人となった皆さんとお会いできることを楽しみにしています。

3 回生、2 回生の皆さん、できる限り 3 回生の皆さんと、最悪でも 2 回生の皆さんと一緒に卒業できるように私もうがんばりますので、残りの学生生活を楽しんでください。3 回生の

皆さん, 卒論書いてみては? 2 回生の皆さん, 来年の後期は大変ですよ。頑張ってください。



## 藤井ゼミ TA を振り返って

藤井ゼミ TA 張碩

あっという間に、藤井ゼミに入ってから3年目になりました。今年はTA一年目です。今までと違ってコメントをするように求められました。前期の3・4回生ゼミでは隔週で5分程度のTA発表をさせていただきましたが、ありきたりの内容であまり役に立たなかったのではないかと気がします。後期の共同研究では毎回発表してくれている3回生たちにコメントをできるように頑張っていました。最初は全然駄目で、コメントの難しさとTAの先輩方の凄さを再び思い知ったのです。その後先輩からアドバイスをいただいたり、先生や先輩がどうやってどのような側面からコメントをしていたのを何度も考えたりして、段々コメントのコツを少しながらも掴むようになった気がしました。とはいってもこの一年間のゼミへの貢献は特に無いといっても良いくらいでしょう。本当に申し訳ございません。またTAとして来年も頑張りたいと思います。宜しくお願いいたします。

今年度のゼミの共同研究についてですが、例年通り実証研究で、理論仮説も実証モデルもきちんと繋がられて、大変興味深い内容であったと思います。今年一番印象的なのは、思い通りの結果が出なかった時に、3回生の皆さんが色んな工夫をして、仮説の見直し、モデルの改善など試行錯誤をしていたところでした。そこはまさに実証研究の面白いところではないかと思います。大量のデータも扱っていて大変だったと思いますが、きっと掛け替えの無い経験になっているでしょう。改めて、3回生の皆さんお疲れ様でした。

## 藤井ゼミ TA を振り返って

藤井ゼミ TA 陳家斉

本当に時間の速さを実感しています。あっという間に、最初の研究生から、藤井ゼミの二年目が終わってしまいました。

今年は TA になった一年目で、様々な不足なところがあると思います。前期は主に二回生のゼミの知識補助の役としてやってきました。実は私にとって、この資料の準備は新しい知識を貯めさせて、非常に勉強になります。

後期には、主に三回生の共同研究のコメントを中心にやってきました。今の段階に、自由にコメントできる知識まだ持っていないので、ちゃんと TA の役目を果たすかどうか自信がありません。この点については、私には勉強になりますけど、ゼミ生にとって申し訳ないでした。来年に成長できるように努力したいと思います。

後期の共同研究は配当のシグナリング仮説に関する実証研究でした。正直に言うと、私にとっては、詳しい範囲ではありません。私は実に実証研究の初心者ですから、三年生の大変さに良く知ります。いきなりこんな高いレベルの共同研究をやるのは、相当苦勞しているかなと思っています。しかし、仲間とともに必死になって何かを作り上げるという経験は、皆さんにとって生涯の財産になると思います。

三回生、共同研究お疲れ様です。四回生の卒業、おめでとうございます。

また、来年宜しくお願いします。

## 1 年を振り返って

3 回生のみなさん、共同研究おつかれ様でした。今年は、昨年に比べて 3 回生の人数が半分と人手も少ない中での研究は大変だっただろうと思います。さらに、今年は 12 月上旬に北海道大学とのシンポジウムもあり、時間的にも制約が多い中で苦労も多かっただろうと思います。そのような中で、毎週のゼミでは全員が進捗の発表をし、プレゼン評価シートでの評価からフィードバックを得つつ、研究内容はもちろん発表の見せ方までこだわっていたことが特に印象に残っています。

最後になりますが、藤井先生、TA のみなさん、3 年間お世話になりました。ゼミの活動を通してたくさんのことを学ぶことができました。ありがとうございました。

(浅川修平)

藤井ゼミでの 4 回生の一年は、昨年度の共同研究を通じて得た経験をもとに、3 回生の発表に対して、コメントを通じてフィードバックするというものでした。3 回生の発表する姿には、一步でも研究を前に進めようと必死であるものの、研究が進めば進むほど新たな課題が出てきて、悪戦苦闘している様子が見て取れました。一年前の自分もそうだったと思い返すと同時に、めげずにメンバーみんなで話し合うその背中には、たくましさすら感じられました。なんとか彼らに有益な示唆を与えたいと、毎週進捗を聞きながらコメントを記す手にも力が入りました。とはいえ、研究を進めている彼らにしかわからない悩みがあり、そこに対して十分な力添えができたのかに関しては、疑問と後悔が残ります。しかしながら、共同研究を一度経験したからこそ見えてきたものがあるのも事実です。

今年度は、研究を対外的に発表する機会に恵まれました。秋のゼミ合宿で研究テーマの出発点を話し合った後、毎週のゼミでは発表とコメントの応酬、そして北海道大学の篠田ゼミでの発表、そして徳賀ゼミとのシンポジウムといったように、進捗報告の回数を多くこなすことができました。研究内容のブラッシュアップはもちろん、例年以上に、プレゼンテーションスキルの研鑽に努めることができたと思います。

4 回生としてコメントを求められる立場であったからこそ、研究発表、およびディスカッションの場において、いかに振る舞うべきかについても考えさせられました。緊張感漂う空間においても、真剣に相手の発表を聞き、有益なコメントを返そうと努力しました。同時に、そこでのやり取りを通じて話し手聞き手双方にとって実りある議論にしようとするものの大切さ、大変さを感じさせられる場面が多くありました。

今年度一年、多くのことを学習させていただきました。3 回生の皆さん、共同研究お疲れ様です。この経験はきっと今後生きてくると思います。2 回生の皆さん、なんとか発言しようとする積極性も見え、来年度が楽しみです。4 回生のみんな、今後とも仲良くしてください。そして、藤井先生、TA の皆様には、今年度はもちろん、2 回生の頃より大変

お世話になりました。心より感謝申し上げます。来年度より、大学院に進学します。藤井ゼミでの日々を胸に、さらに学問に励みたいと思います。ありがとうございました。

(栄留豊)

三回生の皆さん、共同研究お疲れ様でした。私は後期のはじめ、三回ほどゼミに参加できませんでした。そのため、プレゼン評価シートに突然出くわして戸惑ったりしました。しかし、その評価シートなど、今年度の発表そのものへの注力のため、プレゼン能力については昨年以上に参考になったと感じました。

何より、藤井先生、就職について、アドバイスをありがとうございました。今後、いただいたアドバイスを活かせるよう、頑張っていきたいと思います。一年間本当にありがとうございました。

(枝廣尚之)

合宿、北海道での合同ゼミ、シンポジウムなど、楽しくそして刺激のある一年でした。会計、また実証研究の奥深さ、楽しさ、怖さに触れることができて良かったです。思い返せば、私が藤井ゼミに入ろうと考えた理由はそれほど大したものではなく、なんとなく会計についてきっちり勉強できそうだな、というような、「えいや」という感じで選んだ記憶があります。勘は当たる方ではないですが、藤井ゼミを選んで本当に良かったです。私はこれから一人遅れて就職活動に入りますが、三年間ゼミで学んだことを、就職活動をする中でも、もちろんその後の人生においても良い武器として使っていきたいと思います。ありがとうございました。

(澤田耕希)

三回生の皆さん、一年間お疲れ様でした。人数が少なかったのに加えて、共同研究は勿論のこと、例年以上に行事が充実していたので大変だったと思います。

私たちも昨年度共同研究で株価を扱って満足な結果が得られず苦戦したので、今年度のゼミ内報告で結果が上手く出ていないのを見て改めて株価は難しいと思いました。それでも最後には良い結果を出していたので、本当に頑張ったと思います。

私個人では、徳賀ゼミさんとのシンポジウム、篠田ゼミとの合同ゼミ、という他の会計学ゼミとの交流を通じて、自分自身の成長を実感できたと同時に、考え方やアプローチの違い、ユニークな発想に触れるという貴重な体験ができたことが良かったです。とても楽しい一年でした。

三回生の皆さんは就職活動を、二回生の皆さんは共同研究を、それぞれ来年度も頑張っ

てください。良い結果を期待しています。

(清水貴大)

3 回生のみなさん共同研究お疲れ様でした。

今年の 3 回生は僕らの時とは違い毎週毎週一人ずつ全員が研究の途中経過をプレゼンしていたり、また徳賀ゼミとのシンポジウムだけでなく北海道大学の篠田ゼミとのシンポジウムがあったりと本当に大変だったと思います。試行錯誤を重ねながら 4 人でしっかり共同研究をやり遂げることができたというのはみんなにとってすごく経験になったと思います。この貴重な経験を忘れずにこれからの勉強に活かしてください。お疲れ様！！

そして自分自身のこととしては、今年の 4 月から銀行で働くことになったわけですが、この 3 年間藤井ゼミで勉強してきた会計学の勉強は銀行業務において必須の要素であるので、ゼミで得たものを仕事で存分に発揮したいですし、また自信を持ってやっていきたいと思っています。

最後に、どうしても入りたかった京都大学に入学することができて、またこうして藤井ゼミに入って藤井先生や TA の渡邊さん、横山さんそしてゼミのみんなと勉強することができて、本当に感謝しています。

3 年間どうもありがとうございました。

(鈴木智也)

3 回生の皆さん、共同研究お疲れ様でした。4 人という少ない人数で大変だったろうと思います。今年度は先行研究について詳細に調べ、理論の部分をしっかりと固めているように見られました。この点に関しては、自分たちの共同研究において圧倒的に不足していたなと今更ながら反省しています。今年度は例年に比べイベントごとが多かった中、頑張っているなと感じるとともに 1 年前は毎日のように研究していたことを思い出していました。3 回生の報告を聞いていて考えさせられることも多々あり、暇な 1 年間の中で有意義な時間でした。ありがとう。3 回生はこれから人生の岐路に立つこととなりますが、後悔しないよう自分で考えて取り組んでください。期待しています。

2 回生はこれから多くの苦難があると思いますが、せっかく仲間がいるのだから一人で抱え込まず、協力して取り組んでほしいと思います。頑張ってください。

さて、3 年間在籍した藤井ゼミからも卒業となります。学業面での収穫は藤井ゼミで過ごした 3 年間に尽きるので感謝しています。モラトリウムも終わり、右も左も分からない新社会人になりますが、藤井ゼミで学んだことを糧に挑戦していきたいと思います。次に会う機会があれば、少しでも成長した姿をお見せできればと思います。

最後になりますが、藤井先生、TA の皆さん、ゼミ生の皆さん、3 年間ありがとうございました。

ました。

(竹内悠)

皆さんお疲れ様でした。

この1年のゼミを思い返すと、やはり共同研究の大変さが最も印象に残っています。前期のゼミで何度も報告をしたことは遠い昔のようです。共同研究をしている時はとても大変でした。データを集める苦労もありましたが、思うような結果が出ずこの先どうすればよいか頭を悩ます日々でした。ただこういった試行錯誤する経験は、とても貴重であり、終わってしまえばよい経験だったのかなとも思います。今回の研究で感じたことは、周囲の人たちの貴重さです。先生、TAの方だけでなく、同じ3回生の人たちの意見や協力が非常に価値あるものだと感じました。研究中は悩むことが頻繁にあり、1人で考えていても良い案が浮かばないことがよくありました。しかし、他の3回生の意見を聞くと自分の考えと異なり非常に新鮮で、研究を進める手がかりとなりました。仲間の心強さを感じるとともに、自分はもっと柔軟な考え方が必要なのだと感じました。

また、夏のゼミ合宿や北海道への出張も非常に楽しかったです。飲みすぎて大迷惑をかけたこともありましたが、ぜひまたみんなで行きたいです。

藤井先生、TAの方々、4・2回生の皆さん、貴重なご意見や協力ありがとうございました。藤井先生、TAの方々の多くの助言があったからこそ共同研究を行うことができたのだと強く感じています。また、4回生、2回生には多くの相談を聞いてもらったり、数々の場面で手助けをしてもらったり、たくさん助けてもらい感謝しています。

(菅野裕紀)

藤井ゼミでの1年間の活動の中で、メインイベントはやはり共同研究だったと思います。共同研究が本格的に始まった後期は予想した結果がなかなか出なかったり、毎週の進捗情報の報告などで本当にしんどかったですが、シンポジウムが終わった今ではそんな時がちょっとだけ恋しくなったりします。(ちょっとだけ) また、この共同研究は藤井先生やTAの方々、4回生や2回生の親身なアドバイスによってなんとかできたものだと思います。皆さん本当にありがとうございました。

(田中大貴)

一年間お疲れ様でした。

今年からゼミに参加させていただいて、自分の知識不足や考えの至らなさに凹むこともありましたが、段々開き直ってわからないことはゼミで全部訊いて教えて頂こう！と考え

るようになりました。志が高く優秀な藤井ゼミの先輩方、後輩のみなさんには色々ご迷惑をおかけしましたが、おかげで多くのことを学ばせていただきました。ありがとうございました。また、北大篠田ゼミや徳賀ゼミとの交流もとてもいい経験になりました。このような機会を設けていただいたことに感謝しています。

共同研究では期待していたような結果が出ずに悩んだこともありましたが（というか常に悩んでいましたが）、なんとか形にすることができました。いくつもある反省点は今後の課題とします。藤井先生や TA の皆様、そして 4 回生・2 回生の方々のアドバイスにはいつも助けられました。本当にありがとうございました。同回生のみんなもありがとう。

（松倉実穂）

あー、共同研究長だった。サービス業は特に結果が出ず悶々とする日々に、一週間かかった作業が無駄だと知ったときは絶望しかけました。豆腐メンタルな私ですが今では高野豆腐くらいには成長したと思っております。これらの困難に立ち向かうことができたのは、共に遅くまで地下にこもって研究をしてきた 3 回生の仲間と、毎週ご指導くださった藤井先生、横山さん、渡邊さんをはじめとする TA の方々、相談に乗ってくれて励ましてくれた 4 回生の先輩方や 2 回生のおかげだとひしひしと感じます。おかげさまで得るところの多い一年になりました、ありがとうございます！この経験を糧に就活も乗りきれるといいです。2 回生のみんなは来年頑張ってください！4 回生の方々は卒業おめでとうございます。卒業してもたまに構ってください(笑)行事も充実してて良い一年でした。来年もよろしくお願いします。

（森田遥平）

先輩方、共同研究お疲れ様でした。皆さんの姿が私達の目標です。来年は頑張ります。藤井先生、並びに TA の皆様、この一年間ご教示いただき、ありがとうございました。来年は今年得た知識を活用し、より良いゼミ活動にしていきたいと思います。

さて、この一年をきちんと振り返ってみると、大きく二つの収穫があったと思います。一つは私個人の収穫です。多くの発表の機会を頂いたことで話すスキルが向上しました。同時に経営分析のよい練習になったと思います。また様々な方のお話を聞く機会も頂けたので大変見聞が広がりました。そのおかげで私自身、将来の目標が具体的に見えてきたように感じています。もう一つの収穫は来年の藤井ゼミについての収穫です。私は次期幹事として運営の観点からもゼミを見てきました。今年度はイベントが盛りだくさんでしたので、大変参考になりました。来年は今までとは少し違う、新たなゼミ活動にトライしようと思っています。

大学生の間くらいしか、知的好奇心の赴くままに自由に勉強する機会はないと思います。この限りある大学生活で最大限の学びを手に入れるべく、来年も努力していく所存です。

最後になりましたが、皆様来年もよろしくお願いします。

(木下和樹)

私がこのゼミに入った当時、会計学についての知識は入門科目でぎりぎり単位がとれる程度のものであり、ここからゼミを始めていくことを非常に不安に思っていました。しかし、新学年が始まる前から、プレゼミで先輩方が基本的な事から教えていただき、ゼミの勉強についていく準備ができました。ゼミが始まってからは、新しく学んでいくことの多さに呆気にとられていましたが、藤井先生、TAの方々、そして先輩方に助けられて何とか今に至ります。今年は本当にご指導いただき有り難うございました。来年は共同研究があるので、私自身、先輩方がそうであったように、しっかりと知識を身に着けて良い研究ができるように頑張りたいです。来年もまたご指導のほど宜しくお願いします。

(亀井勇樹)

私は、これまで簿記などで財務諸表に触れることはあってもその中身について考えたりしたことはなく、何を表しているのかもほとんどわからないような状態でした。ですがこのゼミに入って、まだなんとなくではありますが、財務諸表の見方がわかるようになったと思います。ゼミで会計についての話を聞いているうちに、会計の基礎知識も自然と身についてきました。また、プレゼンの際には先生やTAさんからたくさんアドバイスをしていただき、これは普段の授業ではしてもらえないことなのでとても勉強になったと思います。先輩方のプレゼンを聴ける機会もたくさんあり、参考になりました。まだまだ未熟ではありますが、私は一年間このゼミでたくさんのものを得られ、有意義な時間を過ごせたと思います。

(喜田優花)

1年間このゼミでは色々と勉強になりました。前期の輪読では会計の知識だけでなく、パワーポイントの上手な使い方、人前での発表の仕方などアドバイスをいただきました。後期では先輩方の共同研究の内容が難しく、最初はただ、大変そうなことをやっているな、としか思っていませんでした。先輩方の頑張っていた姿を忘れずに来年は自分たちの共同研究をやっていきたいと思います。また、共同研究までに少しでも勉強し、知識を身につけて研究に役立てたら、と思います。来年もよろしくお願いします。

(田中広志)



共同研究が始まった当初は、配当の種類や、配当が決算短信に記載されていることすら知りませんでしたが、研究が次第に進むにつれ実証研究の方法や会計情報の読み取り方についての知識を身につけることができました。定量的なデータを用いて統計的な結果を出すことは、経験がなく理解がなかなか追いつかない部分もありましたが、諸先輩方や TA、藤井先生のサポートもあり、多少なりとも自分のものとすることができましたと思います。しかし、その結果から得られる解釈の部分では、自らの未熟さを痛感するばかりでした。特に、仮説と整合的な結果が得られなかった際に、その要因を特定することが非常に難しく感じられました。TA の方や藤井先生のご指摘を頂くたびに、多くの知識や経験を獲得しなければ前述の要因の仮説はうまく立てられないのだなと痛感いたしました。来年の共同研究に向けては、定性的な分析の際に自力で筋の良い仮説が立てられるよう、邁進して参りたいと思います。

(寺田洋介)

3 回生の先輩方、共同研究お疲れ様でした。会計学を学びたいと思いこの藤井ゼミに入らせていただいたわけですが、正直自分の満足いくような活動内容にでず悔しいという思いが強いです。毎回のゼミでも分からないことだらけで、合宿にも参加できなかったし、語学ではほぼ半分しか参加できず、、、。同回生にもたくさん迷惑かけたり助けてもらったり。それでも毎回受け入れてくれた藤井ゼミで、プレゼンテーションのスキルなども含め数々の学んだことを今後活かしていきたいと思っています。1 年間お世話になりました。

(拙冬珠侑)

三回生のみなさん、共同研究お疲れ様でした。チームに所属しながらも、ほとんど全く貢献できず申し訳ありませんでしたが、色んな方法を試行錯誤して、毎週ごとに研究が進歩していく様子を見て、感心していました。最初のうちは、何が行われているのかあまり理解できていませんでしたが、回数を積んでいくうちに理解できる部分が増えてきて、楽しかったです。私はもともと、研究に対して苦手意識を持っていましたが、興味深いと思えるようになりました。また、シンポジウムで他ゼミの研究に触れ、活発な意見交換が行われる様子を見て、とても良い刺激を受けました。この一年で、特にプレゼンテーションの大切さについて勉強になったので、これから腕を磨きたいと思います。TA の方々、先輩のみなさん、二回生のみなさん、一年間お世話になり、ありがとうございました。

(藤井真理)

仮説を立て、それを検証し、結論を出す。日々知識をインプットしている私達下級生にはゼミの活動を通し、共同研究の一連の流れ、アウトプットの過程を知ることは非常に有意義なものでした。あらゆる仕事・作業において「なぜ」を問い続けることは重要だと僕は思います。研究の意義を考えるためだけではなく、モチベーションを保つためにもこの問いは欠かすことはできません。行き詰まるたびに新たな打開策、考えを貪欲に取り入れていく先輩たちの姿はほんとうに学ぶことが多かったように思います。藤井先生をはじめ、TAの方々や先輩方のご指導、同期からの助けによって、大変楽しく実りのある一年でした。ありがとうございました。

(本間智丈)

## 編集後記

2014 年度の研究も無事に終えることができ、こうして藤月会論集第 24 号を刊行することになりました。

2014 年 4 月の消費税増税の影響は大きく、国内最終需要は大きく落ち込みました。アベノミクスの効果が一部評価されてはいるものの、依然として日本経済の先行きは不透明です。

我々の研究もまた、先が見えないものでした。期待していたようなゴールにたどり着かず長い間苦しみましたが、ゼミの皆様のアドバイスを元に皆で試行錯誤を繰り返し、何とか形にすることができました

最後になりましたが、懇切丁寧にご指導いただいた藤井先生、横山さん、渡邊さんに心より感謝申し上げます。伝統ある藤井ゼミのさらなる躍進を祈りつつ、編集後記に代えさせていただきます。

2015 年 2 月

2014 年度 藤月会論集編集委員会

竹内悠 松倉実穂 本間智丈

藤月会論集 第 24 号  
京都大学経済学部藤井ゼミナール  
論文編集委員  
〒606-8501  
京都市左京区吉田本町  
京都大学経済学部 藤井研究室 気付

印刷 大学生協京都事業連合ブックプリントセンター